全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE SUCCESS OF SMART INVESTORS

GOOD BUSINESS GOOD COMPANY GOOD PRICE

聪明投资者的成功之道

好生意、好公司、好价格

陈晓虎（价值at风险）◎著

比肩国外投资大师的思想火花
助你系统掌握正确投资方式

年收益30%的投资成功之道

中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想藏书55188

聪明投资者的成功之道

好生意、好公司、好价格

陈晓虎（价值at风险）◎著

中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍
www.55188.com
理想藏书55188

内 容 简 介

本书是作者根据自己的投资经验总结出来的投资体系，即好生意好公司好价格，其投资理念更是得到了市场和圈内人士的认可。即投资前要看企业有好的生意才能有大的增长，而好的公司则是好生意中的龙头，其占据大部分市场，好的价格则是在前两个的基础上的进一步确认。

论述认真，案例真实，其研究的多只股票都有一定的代表性，虽然没有半年十倍这样的“大牛股”，但对每年投资者的利润增长有很大的益处。本书是联合雪球、微信和证券市场周刊一起营销出品的图书，其价值均受到了各方的认可。读者群主要为刚入门的投资者、有一定水平但需要建立自己投资理念(投资体系)的读者，及投资公司的从业者等。

图书在版编目（CIP）数据

聪明投资者的成功之道 ： 好生意好公司好价格 / 陈晓虎著. —北京：中国铁道出版社，2015.6
ISBN 978-7-113-20332-0

Ⅰ. ①聪… Ⅱ. ①陈… Ⅲ. ①股票投资—基本知识 Ⅳ. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 092416 号

书　　名：聪明投资者的成功之道：好生意好公司好价格
作　　者：陈晓虎（价值 at 风险）　著

责任编辑：刘　伟　　**读者热线电话：**010-63560056
责任印制：赵星辰　　**封面设计：**多宝格

出版发行：中国铁道出版社（北京市西城区右安门西街 8 号　　邮政编码：100054）
印　　刷：三河市宏盛印务有限公司
版　　次：2015 年 6 月第 1 版　　2015 年 6 月第 1 次印刷
开　　本：700mm×1 000mm　1/16　**印张：**22.75　**字数：**240 千
书　　号：ISBN 978-7-113-20332-0
定　　价：69.80 元

版权所有　侵权必究

凡购买铁道版图书，如有印制质量问题，请与本社读者服务部联系调换。电话：（010）51873174
打击盗版举报电话：（010）51873659

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序
FOREWORD

你怎样信仰，就怎样生活

在我动笔这一天，上证综指的点位是 4 657.60 点，又创下了七年新高。其实，我对此“漠不关心”，在始于 2014 年 7 月的这波行情中，我是一个彻头彻尾的踏空者，没有持有任何股票甚至基金。原因很简单，没有时间和精力，但我相当坦然和淡定。

我应该追悔莫及吗？在外人看来应该是的。更有意思的是，过去十年的媒体生涯，我的工作变动和股市反转有着莫名的相关性，而我本来应该抓住这次“机会”。

2005 年 6 月，我开始了我的第一份工作，当时到处都是关于股权分置改革的讨论，伴随着这一“利好”，上证综指却一度跌破了千点大关，但随后大牛市喷薄而出；2007 年 2 月，我开始了我的第二份工作，当时上证综指刚刚突破历史大顶 2 245.44 点，正朝 3 000 点狂奔，并在泡沫声中短暂回调后继续向上；2007 年 10 月，因身体原因我结束了短暂的第二份工作，那时股市的故事或者说“事故”已经妇孺皆知了，上证综指创下了历史最高点位——6 124.04 点。

2009 年 7 月，当我再次开始工作时，上证综指在金融危机后刚刚经历了一轮暴涨，九个月的时间从 1 664.93 点攀升至 3 478.01 点，并在随后开始了历时五年的横盘下跌；2014 年 7 月 21 日，我再次开始了一份新的工作，那时上证综指的点位是 2 054.48 点，现在故事还没有结束。诸位请放心，我还没有换工作的打算。

之所以说了这么多，是因为当我告诉别人这个“故事”时，好多人都认为我的工作变动甚至可以作为趋势性指标了，只是不确定是正向还是反向。

这应该不只是玩笑。股市投资者，不管是专业的机构投资者，还是以炒股为生或为乐的散户投资者，都会有意无意寻找或构建自己的“信仰”——投资的规律、原则和理念。这个过程是在不断犯错、不断思考、不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识自己中完成的。其中，最偷懒也可能是最失败的投资者“信仰”的是人——那些乐于散播小道消息和勇于推荐个股的“带头大哥”们，但这可能不算形而上的“信仰”而是形而下的“迷信”。

在我看来，投资的“信仰”或者说投资哲学，不仅要做到内部的统一（因为一些投资理念和原则往往是互相冲突的），而且还要与人生哲学内在统一。正如19世纪丹麦的哲学家索伦·克尔凯郭尔所说的，“你怎样信仰，就怎样生活”。

投资是生活的一部分，我们没有办法把投资从生活中剔除，单独构建一套只属于投资的“信仰”。投资哲学和人生哲学是双向互动的，既要求在投资中发现人性，重新认识自己和世界，也要求在重新认识自己和世界后，重新认识投资的本质——一群容易犯错的、常常非理性的人，基于时间带来的不确定性的一次又一次交易。

设想一下，当过马路时，你是否愿意随大流地跟着大多数人一起“闯红灯”？如果答案是肯定的，而且你丝毫不觉得这样有任何错误，那很遗憾，在证券市场中，你可能也会是一个盲从的人，因为你习惯于把自己的命运交给别人来决定。更进一步来说，你可能不是一个很注重细节和喜欢质疑的个人主义者，而是信奉浪漫而不切实际的集体主义者，因为你相信“集体”的决策能够构建一个美好的世界，能够帮助实现你的梦想，你相信任何向你描述蓝图的人，就是不相信自己。

当然，如果你是一个完全不相信自己的“无知的人”，在短期也可能“傻人有傻福”，还是会有所收益或者说风险没那么大，因为集体的效率是随着规模的扩大而逐渐减小的，这是最迷惑人的地方。在过马路的例子中，最先暴露在风险中的人往往不是前面的“带头大哥”，也不是最坚定的盲从者，而是队伍中后部的人，他们犹犹豫豫、进进退退，最终消耗了意志甚至生命。

而如果你内心已经存在自省，知道“闯红灯”是危险和错误的，你只是在与狼共舞，你有充足的自信和能力躲开湍急的车流，那事情则另当别论。你并不盲从，而且还是一个激进的个人主义者，你时刻提防着身边的一切，你是队伍中隐藏的“带头大哥”，可能随时制造混乱。还原到证券市场上，你可能就是索罗斯（George Soros），站在路边面带微笑静静等红灯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去的是巴菲特（Warren Buffett），而拿着计算器计算车速和红灯时间的就是西蒙斯（James Simons）。

这三位投资大师，分别是趋势投资、价值投资和量化投资的代表，尽管他们的投资哲学有着统一的精神内核——相信人的认知能力是有限的，由有限理性的人组成的市场不总是有效的，而是总会犯错的，但他们还是有着不同的投资哲学，他们利用人们的错误为自己获取超额收益的原则和方法不尽相同，这取决于他们不同的个人禀赋和人生哲学。

尽管从回报率来看，西蒙斯是三者中的赢家，但不能完全以回报率来衡量投资哲学的优劣。投资哲学不分高下，只有合适与不合适。那么，普通投资者该如何构建自己的投资哲学？简单的杂糅肯定是草率的、冲突的，在实践中这只会让自己更加无所适从。投资哲学从来没有普适性，它需要和个体的人生哲学内在统一，它是个体在一次次思想和现实的较量中不断完善的。投资哲学是否构建成功，每一次交易都是试金石，投资者要扪心自问，是否遵守或违背了自己的原则和信念？抑或投资哲学是否依然让我不知所措？

陈晓虎先生的这本书给出了自己的“投资哲学”——宏观分析寻找好生意、微观分析寻找好公司和趋势分析寻找好价格。其实，这也为投资者详解了投资决策的三部曲，即择行业、择股和择时。

在本书中，作者通过梳理各个投资派别之间的共性和差异，以及普通投资者对其的偏见，试图将价值投资、成长投资和趋势投资融会贯通，构建内在不冲突的投资哲学。虽然这可能是仅仅属于他自己的尚在演化过程中的“信仰”，但一个职业投资者的心路历程已足够给我们很多启发。在此郑重推荐。

崔宇

“界面”联合创始人，曾供职华尔街日报中文版

2015 年 5 月 22 日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

PREFACE

这几年我也看过不少国内的投资书籍，大多数情况下，这些书要么是以国外投资大师的理念为主，要么是以技术分析市场实战派为主，要么就是以学习投资方法为主，而很少能有一本与投资相关的书籍把投资大师们的理论和中国股市的投资行情结合在一起，所以我写本书的意义就在于此。

1. 伟大的投资者的世界观和方法论

传统印象中，价值投资相对侧重寻找价值低估的好企业，成长投资相对看重公司的成长性如何，趋势投资者更喜欢参与到市场的博弈中。但我认为，纵观整个投资界历史，只要是成功的伟大的投资者，他们对投资的理解都是相同的，无论是价值投资、成长投资还是趋势投资，这些伟人们无不例外都拥有：**宏观行业的分析能力（好生意），微观企业的剖析能力（好企业），对自我人性的控制能力、对市场情绪的理解能力、对资金偏好的分析能力（好价格）**。在我看来，投资是不分派别的，所谓的成长派、价值派、趋势派不过是自己给自己贴的标签。任何一笔成功的投资其核心逻辑都是相似的，投资的本质翻来覆去不过三个字：**好生意、好公司、好价格。**

本书中，我会在上半篇中分别介绍这三个投资派别的代表性人物和理念。

2. 判断好生意，找到好公司，发现好价格

（1）好生意

“好生意”的核心是理解生意的本质，同时需要结合当下的数据来判断未来宏观经济的动向、各个行业的周期起伏、企业不同的生命周期。谨记：我们不仅需要看透表象，更重要的是理解生意的本质，对行业未来的发展做出模糊的、正确的判断。

好生意到底在哪里？观察美国股市这五六十年来的牛股，发现涨幅靠前的股票90%都是来自医药、消费股、TMT（Technology，Media，Telecom ）这三大行业。当然，冷门、夕阳、低增速行业或许也是一门“好生意”。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们万万不能对此产生偏见，在一些低增长的冷门或夕阳行业里，对于优秀的公司来说，照样是一门“好生意”。

（2）好公司

判断一家公司是否属于“好公司”的特征有很多，比如产品的竞争力、企业的研发能力、生产营销和管理能力、未来的成长性等。大致归了一下类，一家“好公司”可以在三方面体现出来：①非量化指标。管理层、企业文化、商誉；②量化指标。财务报表；③核心指标。判断一家公司创造价值的能力（内在价值）。

企业的价值由三个因素决定：未来的成长预期（Growth）、预期的风险（WACC）、未来的投入资本回报率（ROIC）。这三个因素很显然决定了价值投资的要素即：选择快公司（高的未来成长预期）、稳公司（低风险投资）、好公司（高资本回报率），我认为最需要关注的指标应该是投资回报率（ROIC）或净资产收益率（ROE），两者属性大部分相同。同时也需要学会判断财务造假公司。

（3）好价格

大多数投资者或许会认为“价格的好坏”就等同于“估值的高低”，但这是一个误区，我眼中的“好价格”并非是简单的估值计算，虽然基本面和估值只是价格的基础，但并非决定价格好坏的核心因素。所以我们投资者一定要掌握“技术分析”好价格的能力（注意这里的“技术分析”并不是传统意义上的技术分析）。我认为短期只会受到市场情绪、人性偏好及资金流向的影响。所以只有充分了解市场先生的脾气，通过判断人性的变化和市场资金流动的方向才能最终找到买入的“好价格”（这才是我所谓的技术分析）。并且，这也是伟大投资者和普通投资者最大的区别（因为大部分时候“好价格”几乎无法量化）。

我认为“好价格”是“三好”准则中最重要的。因为投资最难的地方并不是了解公司的基本面，而是了解市场并战胜自己。很多时候你即便判断对了行业和公司的发展，但如果忽视了价格的好坏，那么就可能买的太早或太贵，投资失败的可能性就大大增加了。当然，虽然 “好价格”非常重要，但各位一定要时刻提醒自己，好生意（基本面）和好公司（估值）的分析是基础，把价格凌驾于价值之上，最终会把投资变成投机，这是本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末倒置的行为。并且我认为我们心中只有具备了强烈的价值感，才能抵抗恐惧的情绪，进行逆向投资。

3. 寻找“三好”公司

传统的消费、医药、TMT 行业是好生意（和好公司）的温床，其生意属性决定了它们长久以来都是市场关注的焦点和热门。不过，正如之前所说的，热门行业也有热门行业的弊端，因为公认的满足好生意、好公司的企业，往往都不满足好价格。这三大行业中高投资回报的公司非常多，市场对于这三个行业公司的研究也非常多（因为热门），所以我个人更偏爱去投资冷门行业（个人的投资风格更偏向于彼得·林奇），因为冷门行业中的如拐点、隐形冠军、沙漠之花等公司更容易满足“三好公司”的条件。

此外，我认为大部分“进取的职业投资者”在大部分职业生涯里都应该把重心放在高成长优质（小）公司的研究上。因为满足“三好”条件的股票更多的是来自成长的小公司，成长小公司带来的潜在回报也更高。我们可以看到巴菲特、彼得·林奇等大师都把主要精力放在那些未来能够不断成长的优秀公司上，而不是去投资那些平庸或未来很难再成长的大蓝筹公司（巴菲特最开始是跟随格雷厄姆捡烟蒂，寻找被市场抛弃的低估值公司，那是因为特殊的市场环境导致的，之后巴菲特就改变了思路。即便到了后期，因为基金规模太大流动性等原因，巴菲特无法把投资重心放在成长小公司上，但他持有的大部分大蓝筹公司也依然是能保持护城河和成长性的公司）。所以我个人也是把重心放在成长公司的研究上，当然，想要在小公司里找到 Tenbagger，难度远大于蓝筹股的投资，必须要付出十倍的努力。

本书列举了非常多的案例（主要是成长小公司），意在让各位学会如何寻找“三好”公司。

4. 做一个名成功的投资者

（1）理解中国股市的特殊性

中国 A 股市场可以说是一个成立 20 多年的“婴儿”市场，所以我们的股市现在存在很多不合理现象也能理解，我们不得不面对中国股市的一些特殊的风险偏好。所以我们不能盲目地把成熟市场的投资准则用在中国股市的投资上。虽然任何成功的投资本质上都是一样的，但在 A 股这样的市场中，全盘照搬成熟市场的成功投资理念有时未必完全正确可行，如果我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们能明白和重视 A 股的一些特殊性和约束，就离成功更进一步了。

（2）正确的态度

正确的投资态度也是成功的投资者必须要具备的品质：坚持常识，坚持正确的投资观，走正确的投资路。

（3）资产动态平衡

对基本面的认识是一个长期的、循序渐进的、不断证伪的过程，排除运气的因素，几乎没有人可以对一家公司或宏观经济未来的发展变化做出 100%的正确判断。所以，想要减少风险获得更大的确定性，我们必须对于处在不同的发展阶段的微观公司或宏观经济做出不同的资产动态平衡调整。这就意味着我们必须要学会走一步看一步，而不是在一开始就全部押上（这是简单粗暴的赌徒行为）。没有永远的熊市，也没有永远的牛市，在单边牛熊市不断轮动的前提下，想要跑赢市场，只有更注重资产的平衡，微观个股也一样，即便是伟大的公司，也不可能永远穿越牛熊市，任何一家公司都有其生命周期性，只是长短不同罢了。所以，资产的动态平衡或称仓位控制的重要性不言而喻。

总结一下本书：本书的上半篇主要介绍了大师们的投资理念，总结了成功投资者的共性，更多地展示理论上的知识。而下半篇主要介绍了寻找“三好”公司的方法，并且结合了具体的案例，更多的是方法论，这也是本书精华所在。另外，我在每一章节的最后都安排了投资语录，非常值得一读。

最后我用一句话来总结本书想表达的投资理念：

张爱玲说过：爱情本来并不复杂，来来去去不过三个字，不是“我爱你，我恨你”，便是“算了吧，你好吗？对不起”。

我想说的是：投资本不复杂，来来去去不过三个字：好生意、好公司、好价格。

陈晓虎

2015 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征募！

想了解相关的图书？请关注~

你自信和本书的作者们一样，善于把深奥的理论和生活现象用简洁的方法表达出来吗？你的擅长领域可以是个人理财、财务分析、营销……

还在犹豫什么？

拿出文章，联系我们吧！

QQ：17269702

雪球ID：6v1206

邮箱：6v1206@gmail.com

我们提供视角，以洞察变革中的先机。







想吐槽、想和作者沟通？或者想购买图书，联系我们！

微信公众账号：i6v1206或微视角或扫描左侧二维码

官方淘宝店：http://shop63634738.taobao.com

扫我有惊喜！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读者意见反馈表

亲爱的读者：

感谢您对中国铁道出版社的支持，您的建议是我们不断改进工作的信息来源，您的需求是我们不断开拓创新的基础。为了更好地服务读者，出版更多的精品图书，希望您能在百忙之中抽出时间填写这份意见反馈表发给我们。随书纸制表格请在填好后剪下寄到：北京市西城区右安门西街8号中国铁道出版社综合编辑部 苏茜 收（邮编：100054）。或者采用传真（010-63549458）方式发送。此外，读者也可以直接通过电子邮件把意见反馈给我们，E-mail地址是：4278268@qq.com。我们将选出意见中肯的热心读者，赠送本社的其他图书作为奖励。同时，我们将充分考虑您的意见和建议，并尽可能地给您满意的答复。谢谢！

所购书名：________________

个人资料：

姓名：__________ 性别：__________ 年龄：__________ 文化程度：__________

职业：__________ 电话：__________ E-mail：__________

通信地址：____________________ 邮编：__________

您是如何得知本书的：

□书店宣传 □网络宣传 □展会促销 □出版社图书目录 □老师指定 □杂志、报纸等的介绍 □别人推荐

□其他（请指明）__________

您从何处得到本书的：

□书店 □邮购 □商场、超市等卖场 □图书销售的网站 □培训学校 □其他

影响您购买本书的因素（可多选）：

□内容实用 □价格合理 □装帧设计精美 □带多媒体教学光盘 □优惠促销 □书评广告 □出版社知名度

□作者名气 □工作、生活和学习的需要 □其他

您对本书封面设计的满意程度：

□很满意 □比较满意 □一般 □不满意 □改进建议

您对本书的总体满意程度：

从文字的角度 □很满意 □比较满意 □一般 □不满意

从技术的角度 □很满意 □比较满意 □一般 □不满意

您希望书中图的比例是多少：

□少量的图片辅以大量的文字 □图文比例相当 □大量的图片辅以少量的文字

您希望本书的定价是多少：

本书最令您满意的是：

1.

2.

您在使用本书时遇到哪些困难：

1.

2.

您希望本书在哪些方面进行改进：

1.

2.

您需要购买哪些方面的图书？对我社现有图书有什么好的建议？

您更喜欢阅读哪些类型和层次的计算机书籍（可多选）？

□入门类 □精通类 □综合类 □问答类 □图解类 □查询手册类 □实例教程类

您在学习计算机的过程中有什么困难？

您的其他要求：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录
CONTENTS

上篇 伟大投资者独有的成功之道

第 1 章 成功的价值投资者的成功要素

1.1 价值投资者的代表人物 3
1.2 投资理念 3
1.2.1 计算内在价值 4
1.2.2 找到安全边际 5
1.2.3 理解市场先生 6
1.2.4 结论 9
1.3 价值投资的具体案例 10
1.3.1 富国银行 10
1.3.2 可口可乐 13
1.3.3 中国石油 14
1.3.4 See's Candy 16
1.4 价值投资的成功因素总结 18
附录：价值投资大师语录 19

第 2 章 成功的成长股投资者的成功要素

2.1 成长股投资者的代表人物 26
2.2 投资理念 27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2.1 菲力普·费雪的投资理念 27

2.2.2 彼得·林奇的成功投资 28

2.3 成长股投资案例总结 33

2.3.1 困境反转型公司中的成长股 33

2.3.2 快速增长行业中的成长股 38

2.3.3 隐秘资产类型的成长股 40

2.3.4 周期型行业中的优质成长股 42

2.3.5 低增速行业中的优秀成长公司（沙漠之花） 43

2.4 成长股投资的成功因素总结 46

2.4.1 成长股投资者中的好生意标准 46

2.4.2 成长股投资者眼中的好公司标准 47

2.4.3 成长股投资者中的好价格表现 48

2.4.4 其他因素 49

2.4.5 关于偏见和误解 49

附录：成长股投资大师语录 51

第 3 章 成功的趋势投资/投机者的成功要素

3.1 趋势投资/投机者的代表人物 56

3.2 趋势投资大师的投资理念 56

3.2.1 杰西·利弗莫尔的投资理念 56

3.2.2 威廉·欧奈尔的投资理念 59

3.2.3 乔治·索罗斯的投资理念 61

3.2.4 趋势投资的误区 64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3 趋势投资大师的投资案例 66
3.3.1 量子基金成立之前 66
3.3.2 狙击英镑，一战成名 68
3.3.3 东南亚金融危机 70
3.3.4 香港世纪之战 71
3.4 趋势投资的成功因素总结 73
3.4.1 好生意（大方向） 74
3.4.2 好公司（好标的） 74
3.4.3 好价格（趋势交易核心） 74
附录：杰西·利弗莫尔的投机语录 75

第 4 章 伟大投资者成功因素的总结

4.1 好生意：对宏观行业的理解 79
4.2 好公司：对微观企业/标的的判断 80
4.3 好价格：情绪的控制和把握、资金的偏好分析 80
4.4 投资者的世界观 81
4.4.1 成功投资者的世界观 81
4.4.2 失败投资者的世界观 81
4.5 另类的投资派别——量化交易 83
附录：个人投资语录小结 84

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下篇 如何成为一个成功的投资者

第 5 章 寻找“好生意”

5.1 如何寻找好生意 89
5.2 哪里可能会出现“好生意” 89
5.2.1 以史为鉴，可以知兴衰 89
5.2.2 低增速行业或许也是一门“好生意” 91
5.2.3 警惕：热门行业好生意的投资陷阱 92
5.3 中国股市的“好生意” 94
5.3.1 医药、消费、TMT 行业仍是好生意 94
5.3.2 经济转型期中蕴含的“好生意” 95
5.3.3 被大家忽视的身边的冷门行业 95
5.3.4 国企&国资改革主题 96
附录 A：被惩罚的普罗米修斯——乱弹国企改革（信达证券能源化工首席分析师郭荆璞） 102
附录 B：个人“好生意”投资语录 107

第 6 章 挖掘“好公司”

6.1 好公司的几个非量化指标 111
6.2 如何进行高效的实地调研 111
6.2.1 准备工作 112
6.2.2 调研时的提问和技巧 112
6.2.3 高效调研时需要注意的事项 113
6.2.4 实地调研之外的其他沟通方法 114

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.3 财务数据和估值模型的分析计算 114
6.3.1 财务和估值分析的过程 114
6.3.2 企业的内在价值 115
6.3.3 好公司、稳公司、快公司 121
6.4 财务造假 124
6.4.1 读财报时的注意点 124
6.4.2 业绩粉饰的常见手段 125
6.4.3 关注不易被操纵的财务指标 128
6.5 企业的永续经营能力 129
6.6 “好公司”的特征总结 130
附录：个人“好公司”投资语录 131

第 7 章 买到“好价格”

7.1 寻找真正的“好价格” 135
7.2 判断人性偏好和市场情绪的拐点 136
7.2.1 无法量化、无法训练的能力 136
7.2.2 不要企图抓住所有的机会 138
7.3 判断资金博弈方向以及判断技巧 139
7.3.1 趋势对应量价的变化分析 139
7.3.2 如何理解趋势和量价的对应 140
7.4 我是如何买到好价格的 140
7.4.1 通化东宝 141
7.4.2 万科 A 143

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.4.3 诺普信 146

7.4.4 以不变应万变 150

7.5 索罗斯的反射性理论 151

7.6 重视价格，铭记价值，切勿本末倒置 154

附录：个人“好价格”投资语录 155

第 8 章 如何寻找“三好”公司

8.1 “好生意、好公司、好价格”的总结 159

8.2 “三好”拐点公司（困境反转和非困境突破） 160

8.2.1 具有优秀基因的国企的典型特征 161

8.2.2 顺鑫农业：主营业务转型+国企体制改革的双重拐点 ...163

8.2.3 海正药业 170

8.3 隐形冠军 172

8.3.1 神剑股份：环保粉末涂料行业的隐形冠军 174

8.3.2 豪迈科技：轮胎模具行业的隐形冠军 187

8.4 沙漠之花 193

8.4.1 鲁泰：夕阳纺织行业中的沙漠之花公司 195

8.4.2 金宇集团：中国动物疫苗行业的龙头公司 211

附录：个人“三好”公司投资语录 227

第 9 章 “三好”公司的其他代表

9.1 诺普信 231

9.1.1 好生意之农药现状与格局 231

9.1.2 好公司之市场与拓展 237

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.1.3 好价格之市场买点 250
9.2 调味品行业 251
9.2.1 寻找快速消费品中的“好生意” 251
9.2.2 调味品行业发展的逻辑和最佳介入时点 253
9.2.3 海天、中炬、恒顺分析 256
9.3 国投电力 261
9.3.1 好生意之护城河 262
9.3.2 好公司 263
9.3.3 好价格之国投估值分析 266
9.3.4 未来：雅砻江黄金十年开启 268
9.4 选择大蓝筹还是选择小公司 269
9.4.1 我对投资蓝筹股和小盘股的不同逻辑 269
9.4.2 小市值公司更容易符合好生意和好公司特征 271
9.4.3 蓝筹股和小盘股的投资要点 272
附录：A 股各细分行业龙头“隐形冠军&沙漠之花”公司一览 275

第 10 章 理解中国股市的特殊性

10.1 A 股长期处于高风险偏好状态的逻辑 293
10.1.1 高风险逻辑偏好 293
10.1.2 A 股极端分化的相关数据 294
10.1.3 A 股估值 299
10.2 未来会怎么样 304
10.2.1 未来中国人口的变化 305

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.2.2 投资难度增加......306
10.3 关于A股特殊的坐庄现象分析......308
10.3.1 第一类：大单压顶，横盘出货......308
10.3.2 第二类：尾盘拉升，维持股价......310
10.3.3 第三类：放量对敲，股价异动......313
10.3.4 第四类：控盘缩量长牛型......316
10.3.5 第五类：借利好，假突破，真出货......319
附录：个人投资语录小结......322

第11章 成功的投资者还要具备的条件

11.1 正确的态度......325
11.1.1 幸存者的故事......325
11.1.2 坚持常识......327
11.1.3 “伟大”的性格特征......328
11.1.4 投资者的劣根性......330
11.2 资产动态平衡（仓位控制）......332
11.2.1 资产动态平衡的必要性......332
11.2.2 资产动态平衡的方法......334
11.3 心路历程......338
11.3.1 职业投资的心得......338
11.3.2 人生观、价值观、世界观......340
附录：“投资人生”的语录......342

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上 篇

伟大投资者独有的成功之道

本书“上篇”将会总结当前世界上主流的三大投资别派——价值投资、成长投资、趋势投资的投资理念，每个投资派别中成功的投资大师所具有的共同成功因素就是——“好生意、好公司、好价格”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 01

成功的价值投资者的成功要素

价值投资4个字谁都知道，但真正读懂的人少之又少，本章通过解读伟大价值投资者的理论，研究经典价值投资案例，最终总结出价值投资成功的必备条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.1 价值投资者的代表人物

（1）格雷厄姆：价值投资的鼻祖，他的著作《有价证券分析》在投资领域产生了极为巨大的震动，影响了之后几代的重要投资者，如今活跃在华尔街的数十位上亿的投资管理人大多都自称为格雷厄姆的信徒，享有“华尔街教父”的美誉。保持 30 年 20%的年化收益。

（2）巴菲特：有史以来最伟大的投资家，保持了近 50 年 20%以上的年化收益，累积回报超过 5 000 倍，他依靠投资成为世界上数一数二的富翁。年少时拜师于格雷厄姆。

（3）塞思·卡拉曼：他的代表作《安全边际》已成为重要的投资经典著作。掌管的 Baupost Group 是全球规模最大的对冲基金之一，资产规模高达 270 亿美元。30 年的年化收益为 19%。

（4）约翰·邓普顿：全球投资之父、史上最成功的基金经理邓普顿爵士是邓普顿集团的创始人，一直被誉为全球最具智慧及最受尊崇的投资者之一。福布斯资本家杂志称他为“全球投资之父”及“历史上最成功的基金经理之一”。

1.2 投资理念

首先来定义一下什么是价值投资。格雷厄姆对价值投资的定义是：**股票价格围绕“内在价值”上下波动，而内在价值可以用一定方法测定；股票价格长期来看有向“内在价值”回归的趋势；当股票价格低于内在价值时，就出现了投资机会。**

价值投资的鼻祖是格雷厄姆，随着弟子巴菲特结合其自身的理解将其发扬光大。格雷厄姆的理念依然是价值界的标杆，但选股标准（吸烟蒂）已经不太适用于现代资本市场，因为随着通信的发展，信息的流通变得更快了，市场也变得更为有效，所以很难再出现格雷厄姆标准下被市场长期严重低估的价值股，所以本章接下来都以巴菲特的投资思路和实例作为价值投资体系的代表（巴菲特自称有 15%的成长股投资大师费雪的基因，除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

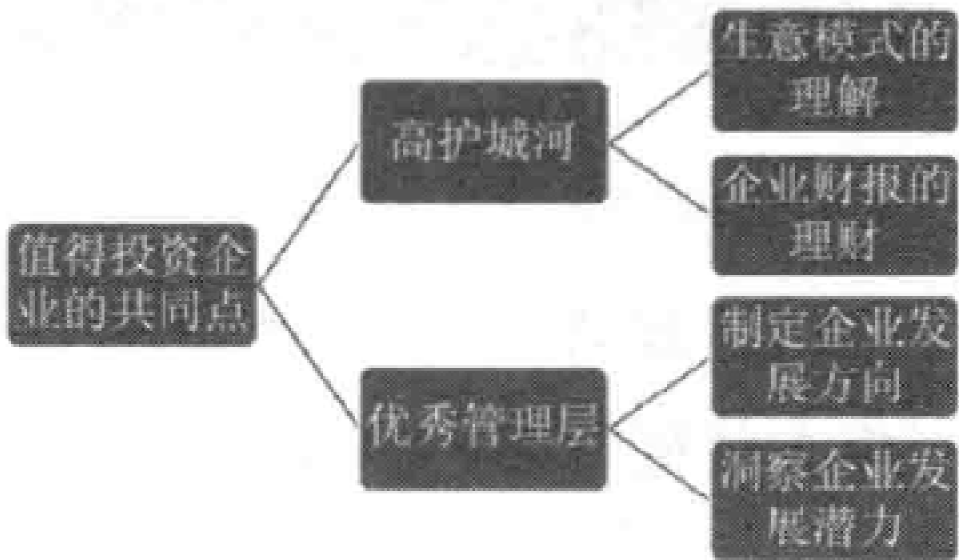
了价格，更重视企业的发展，他和格雷厄姆对价值投资的理解是一样的，只是对安全边际和内在价值的标准不同)。

简单地说，价值投资就是找到内在价值高的好企业，估算其安全边际，最后需要摸清市场先生的脾气，用低估的价格买入。那么如何计算内在价值，寻找安全边际，了解市场先生呢?

1.2.1 计算内在价值

在搞清楚一个企业的内在价值之前，首先最重要的是要明白这个企业值不值得投资，巴菲特说过投资的成功并不是取决于你研究的深度，你正确地投资一家简单易懂而竞争力持续的企业所获得的回报，与你辛苦地分析一家变量不断、复杂难懂的企业可以说是不相上下。很多人认为自己对企业的基本面做深入的挖掘就能计算企业的内在价值而成功了，事实上过分纠缠在具体业务细节甚至经营数字上并不是明智的。在没有搞清楚生意的本质和投资的本质之前，这些努力往往是徒劳的，差之毫厘，谬以千里而不自知。

那么什么样的企业值得投资？这是一个大问题（会在后面章节详细展开)，简单地说，**具有高护城河和优秀管理层的企业值得投资**。



看财务报表的核心是透过现象看本质，透过冰冷静态的数字看到企业的发展方向和潜力。只有符合条件的公司才有计算内在价值的必要。

至于内在价值如何计算，不同的行业，不同属性的公司，估算内在价值的标准都不一样，没有万能的固定公式，任何指标也只是具有参考意义（后面章节会介绍我认为比较好的指标)。而且，计算内在价值的重点不是为了得到一个精确的数字，数字是冰冷的，背后的逻辑才是火热的，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

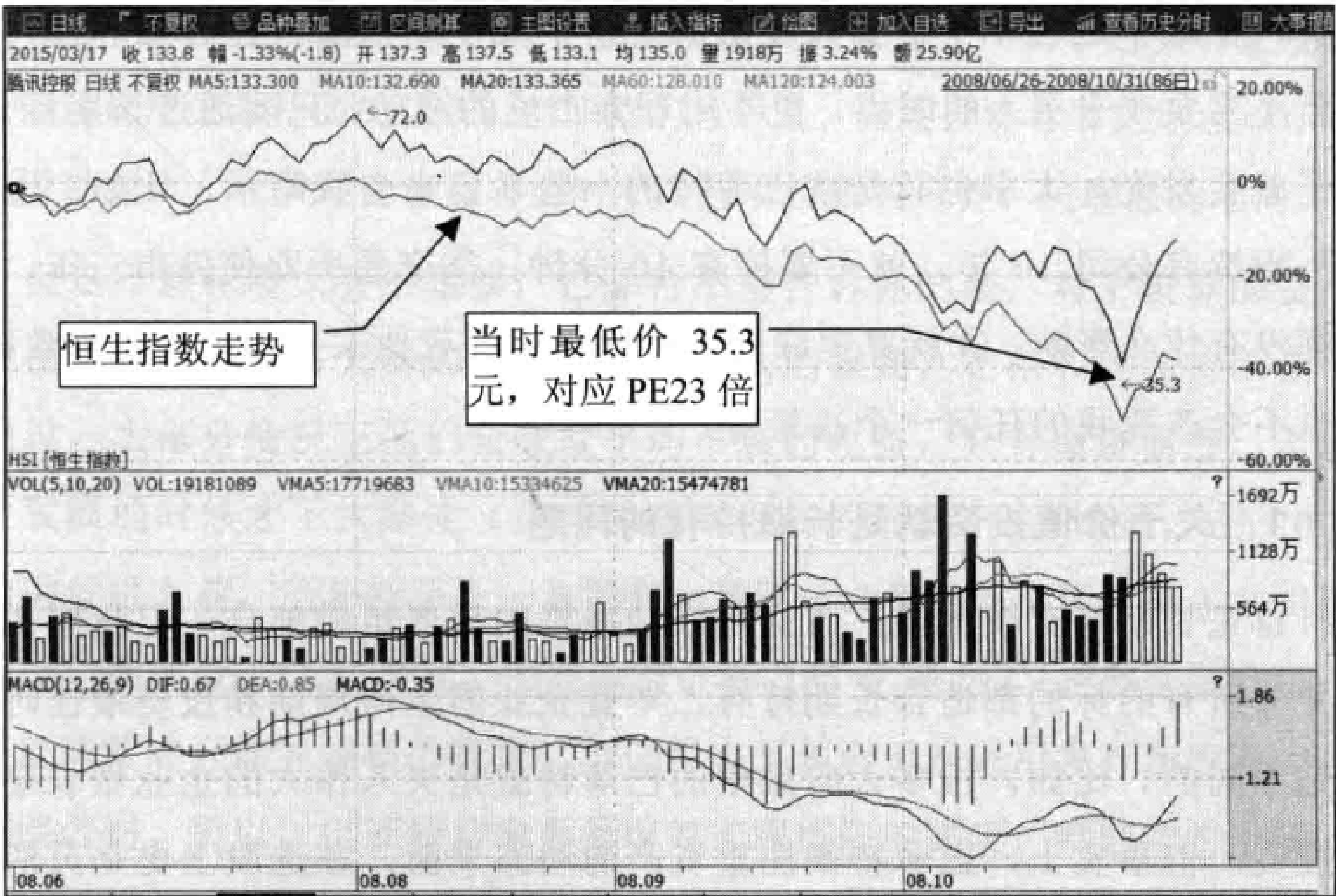
通过计算内在价值的过程去深刻地理解一个企业，这才是最重要的。

例如，巴菲特最喜欢的自由现金流贴现模型计算内在价值，但是芒格是这样说巴菲特的：我们虽然认为这个是计算内在价值最合理的方式，但是从来没有见过巴菲特计算过（芒格还调侃说，他也可能偷着计算过）。巴菲特也曾公开说，没有一个能计算出内在价值的公式，关键是真正读懂企业。可见，对于这个模型，理解远比计算更为重要。**这就是投资的金句：宁要模糊的正确，而不要精确的错误。**

1.2.2 找到安全边际

与内在价值一样，很多人照本宣科地按照公式去寻找安全边际，这是对价值投资极大的误解，其实安全边际没有特定的某个指标。

举个例子，2008 年金融风暴期间，港股从 32 000 点一路狂跌到 10 000 点，PE 从 25 倍跌到 6.3 倍，而腾讯当时从 70 多元跌到 40 元（最低跌到 35.3 元），如下图所示。



按当年的业绩算，PE 在 23 倍左右，它仍然是香港，甚至全世界最昂贵的股票之一，为什么腾讯没有继续跌到 10 元这一市场平均估值下的“安全边际”呢（10 元对应 6 倍多 PE）？所以，所谓安全边际，并不是简单地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据财务报表或者几个指标便能判断的，**安全边际一定是建立在对企业内在价值的深刻理解上的，不同的行业、不同的企业、不同的价格对应的安全边际都是不一样的**。归根结底，还是要理解生意模式，真正读懂企业。

综合以上两点不难看出，安全边际和内在价值的定量分析固然重要，但只能作为参考，绝非决定性的因素。真正的决定性核心因素一定是**对企业的定性的分析，站在战略高度得出的企业未来发展的情况**，我想这也是巴菲特比格雷厄姆更为成功的原因。

1.2.3 理解市场先生

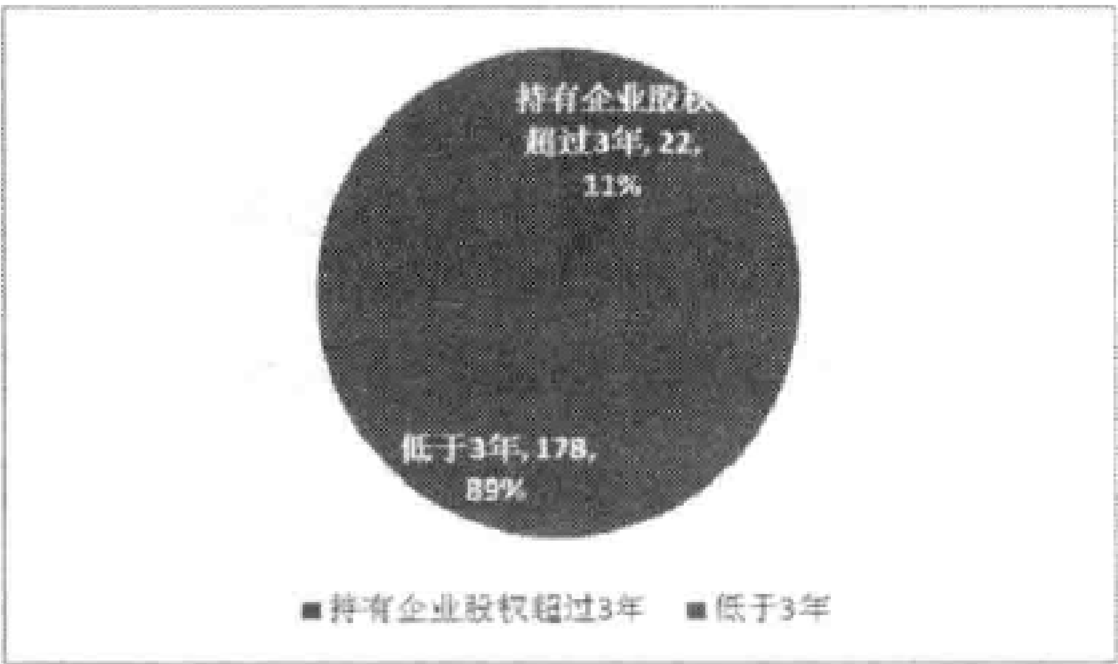
首先要强调我的看法是：市场先生比安全边际和内在价值来得更为重要。为什么？在谈这一点之前，我觉得非常有必要纠正一些投资者对“价值投资”的误解。

很多人至今仍对价值投资抱有偏见，认为价值投资就是只要找到价格低于内在价值的企业，用 5 元的价格买入价值 10 元的东西就是成功的价值投资，在这个过程中不需要关注宏观经济，几乎不需要关注行业和公司，甚至不需要在乎买入的时点，更不用理会市场的波动，只要通过长期持有，金子就会发光。大家也总是拿巴菲特的一些名言来自我暗示，比如：①如果不想持有公司 10 年，就不要持有 10 分钟；②交易所即使停市三年，对我都没有什么影响；③就算美联储主席偷偷告诉我他未来两年的货币政策，我也不会改变我的任何一个决策等。

1．关于价值投资就是长期持有的问题

首先长期持有很重要，而且是成功投资的重要组成部分，但我想说的是并非所有的标的都适合长期持有，毕竟企业的生命周期和投资最佳时期都是不同的。比如，很多人印象中的巴菲特就是买入伟大的企业做长期价值投资。但事实上，巴菲特很注重资产的动态平衡，在选股上更是灵活机动，如果读者用心翻看巴菲特致股东的信，你会发现从 20 世纪 60 年代开始至 2008 年，巴菲特差不多投资了 200 多家公司，但持有超过 3 年的只有 22 家，如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特说股市不开市对他的投资没有影响，只是想强调我们选股的角度要立足长远，而不能因为市场和基本面短期的波动作为买入的理由，很多人片面地理解这句话。事实上一个企业上市后，就具备了双重属性：一**方面是一家公司，要持续经营；另一方面是一个交易品种，产生波动性**。这两个属性都很重要。另外，护城河是需要经常作评估的。不满足条件的公司自然需要卖出，比如，巴菲特在 2007 年卖出中石油（港股）就是一个好的案例（一是行业的基本面发生了变化，二是估值太贵）。

2. 关于价值投资不需要关注宏观经济的问题

很多人认为巴菲特一直在教导我们应该全力研究公司而不必关心宏观经济，但这显然又是片面的认识，巴菲特的意思是，普通投资者要把重点放在研究企业的身上，在关注企业基本面时不要想着指数的走势、美联储的动向。

但这不意味着大势不重要，巴菲特不会告诉你的是，**对于整体的资产配置而言，宏观经济大势的准确判断是多么的重要**，芒格和巴菲特不止一次说过，大部分情况下他们只赚取平均市场的收益，只有经济崩溃、市场先生发疯的时候才下大赌注（成功的概率很高的前提下）。比如，在 2008 年金融危机之前，巴菲特手头一直握有大量现金（危机前夕伯克希尔公司拥有现金与准现金 377 亿美元，固定收益证券 285 亿美元），直到金融危机之后，巴菲特才开始大规模的投资，不仅用完了现金更是采用发行新股方式收购铁路公司。所以，巴菲特从来都是研究宏观经济的高手，判断非常准确。

另外，可以从更大的一个角度看，巴菲特一直认为自己的成功离不开美国这个不断向上的宏观环境，正是美国 20 世纪五六十年代的发展黄金时期造就了巴菲特，巴菲特也曾不止一次地强调，自己不会离开美国去做投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资。我想，这足以说明问题。

3. 关于价值投资不需要关注行业和公司的问题

事实上，买入打折的股票，几乎不需要不关注行业和公司这种“吸烟蒂”的投资行为只存在于很早的年代里（无效市场），而且并不是价值投资的全部，巴菲特早已经将“吸烟蒂”的习惯给抛弃了，他曾说，“吸烟蒂”的坏处就是价值修复后，你就要卖出，然后寻找下一个“烟蒂”，而且经常会掉入估值的陷阱中。

事实上，不论是格雷厄姆还是巴菲特，他们都**强调内在价值的重要性，并非单纯地只看重价格的低估**。特别是巴菲特，他认为一笔完美的投资就是找到一个伟大的企业用低估的价格买入，然后你就长期持有就行了。

4. 市场先生的脾气

格雷厄姆说市场短期是投票机，长期是称重机（市场先生是一位非常疯狂的人）。根据华尔街的一项统计研究，股价与业绩之间关系的密切程度如下：持有股票 3 年，二者关系的密切程度为：0.131～0.360（是指股票价格的 13.1%～36%由企业经营业绩变化决定）；持有股票 5 年，二者关系的密切程度为：0.374～0.599；持有股票 10 年，二者关系的密切程度为：0.593～0.695；持有股票 18 年，二者关系的密切程度为：0.688。言下之意是，短期看，市场经常无效，股价短期的上涨和下跌几乎都不是由基本面推动的，而是人类情绪和资金偏好的变化推动的估值的变化，因为这种无效性的存在，所以即便是深挖基本面，精确地通过各种估值模型准确计算了公司未来几年的业绩，在这前提下所谓的“安全边际”也可能被市场打的一文不值（学院派整天定量的分析，静态地看估值，却不明白市场情绪的变化，更对预期一词不甚了解，所以容易陷入价值陷阱）。

巴菲特的名言：**别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧，正是价值投资的神髓之一。**所以，真正的价值投资恰恰不是远离市场，而是接近市场了解市场，掌握市场先生的脾气，进行逆向投资。所以，不论是内在价值还是安全边际的计算，均应该建立在尊重市场先生的基础上的（当然同时别忘了模糊的正确远比精确的错误重要）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.2.4 结论

综上所述，价值投资到底是什么已经有答案了：**价值投资是对行业和企业的深度思考，对内在价值和安全边际的理解远重于计算**。片面地去计算精确的数字，无异于盲人摸象，想要全面地、系统地思考行业、企业，分析出投资的核心逻辑，只有通过长时间的跟踪、观察，最终才有可能获得非常宝贵的“模糊的正确”。并且最重要的是：理解市场先生。

所以，一些投资者长期以来都只是片面地理解价值投资，断章取义了巴菲特的投资理念，因为巴菲特喜爱投资低估值大公司，而错误地把价值投资简单等同于低估值蓝筹股的投资。完全忽略其他因素的约束和重要性，这是严重的误区（这种现象在中国特别严重，其实 A 股连真正低估的蓝筹都没多少）。为什么会这样说？

第一，巴菲特理解的价值投资是指有价值的投资，而低估大蓝筹都是有价值的吗？

第二，巴菲特的职业生涯中其实投资过很多小公司，但人们只会记住他的大手笔投资案例，长此以往自然就把价值投资和大公司联系在一起。而巴菲特曾说自己是 85%的格雷厄姆加 15%的费雪。

第三，巴菲特的确一度很喜欢投资低估值的烟蒂股，但那也是当时美股所处的特殊环境所致（遍地都是 0.5PB 以下），而现在全球（除了俄罗斯）几乎根本找不到这样的环境了。

第四，巴菲特生涯后期，因为其基金规模实在太大了，所以他被迫放弃优秀小公司的投资机会，而把全部精力放在一些优秀的大蓝筹上（注意是优秀的大蓝筹），而大部分人不可能拥有巴菲特这样规模的基金。

第五，巴菲特投资的很多公司在数年甚至数十年前并非大蓝筹，比如巴菲特 1988 年投资可口可乐时，在当时可口可乐市值不过 15 亿美元多一些，市盈率不到 15 倍，我不知道 15 亿美元算不算蓝筹股，但就算是蓝筹股，可口可乐也绝对是一个高成长的蓝筹股。最后也是最重要的一点，巴菲特之所以能成为大师，不仅仅是因为他对商业模式的敏锐观察和深刻理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解，找到了低于内在价值的好企业，他在宏观层面的分析也同样出类拔萃，更重要的是，他对市场情绪的和人性的理解远超常人，是真正掌握人性贪婪和恐惧的顶尖高手，而全世界能做到的人寥寥无几。

退一步思考，如果让巴菲特拿着几百万资金放在现在的美股投资，他还会买入当前估值和成长水平下的可口可乐吗？显然，作为一个极端天赋的投资者，巴菲特为了追求更高的回报，必然会更多地买入成长小公司（巴菲特的眼中这些依然是价值投资），当然巴菲特也可能仍选择投资大蓝筹，但他一定会选择极少数仍有发展空间和成长潜力的大蓝筹（或者利用自己强大的择时能力在极端情况下买入严重低估的大蓝筹），而不是买入平庸低估值的大蓝筹，巴菲特也说过用优秀的价格买入普通的公司远不如用平庸的价格买入优秀的公司。

多数人口中所谓的价值投资，很多时候可以是“成长”投资，甚至是“趋势”投资，反之亦然。成长投资、趋势投资很多时候也可以是“价值”投资，因为一笔好的投资（满足三好条件）是不分派别的，本质上都是有价值的投资。

1.3 价值投资的具体案例

通过分析近代价值投资代表人物巴菲特的几个经典投资案例，我们可以更为形象地理解价值投资真正的核心。资料部分参考黄建平著的《巴菲特投资案例集》。

1.3.1 富国银行

1990 年，富国银行的总资产为 562 亿美元，净资产为 29.6 亿美元，贷款总额为 490 亿美元，存款总额为 418 亿美元，利息收入为 23.1 亿美元，非利息收入为 8.9 亿美元，营业收入为 34.1 亿美元，运营成本为 20.2 亿美元，当年贷款减值提取 3.1 亿美元，净利润为 7.1 亿美元，每股净利润为 13.39 美元，每股净资产为 57.4 美元。累计坏账拨备为 8.85 亿，贷款拨备率为 1.81%，核心资本充足率为 5.03%，资本充足率为 9.27%。成本收入比为 53.4%，非息收入比为 28.3%，ROA 和 ROE 分别为 1.26%和 24%。总体看各项指标都非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀。当时，美国西海岸的房地产市场陷入供过于求的困境，美国银行业股价都大幅下跌。富国银行作为美国最大的房地产贷款银行之一，也难以幸免，股价在低位徘徊，1988～1990 年年底的市盈率分别为 6.5、6.7、4.3 倍，市净率分别为 1.4、1.5、1.0 倍，如下图所示。

富国银行相关数据

	1988年	1989年	**1990年**	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
总资产(亿)	466	487	562	535	525	525	533	503
净资产(亿)	22.9	26.2	29.6	32.7	38.1	43.1	39.1	40.6
贷款总额(亿)	377	417	490	440	369	331	364	356
存款总额(亿)	330	356	418	429	419	413	385	378
利息净收入(亿)	19.7	21.6	23.1	25.2	26.9	26.6	26.1	26.5
非息净收入(亿)	6.8	7.8	9.1	8.9	10.6	10.9	12.0	13.2
营业收入(亿)	26.5	29.4	32.2	34.1	37.5	37.5	38.1	39.8
运营成本(亿)	15.2	15.7	17.2	20.2	20.35	21.62	21.56	22.01
减值拨备(亿)	3	3.6	3.1	13.35	12.15	5.5	2	0
净利润(亿)	5.1	6	7.1	0.21	2.83	6.12	8.41	10.32
股数(万股)	5543	5445	5155	5208	5529	5566	5106	4860
每股净利润$	9.2	11.02	13.39	0.04	4.44	10.1	14.78	20.37
每股净资产$	41.4	48.1	57.4	54.0	57.4	65.8	66.8	75.9
每股分红	2.45	3.3	3.9	3.5	1.5	2.25	4	4.6
分红率	27%	30%	29%	8750%	34%	22%	27%	23%
坏账拨备额	7.52	7.39	8.85	16.46	20.67	21.22	20.82	17.94
贷款拨备率	1.99%	1.77%	1.81%	3.74%	5.60%	6.41%	5.72%	5.04%
成本收入比	57.4%	53.4%	53.4%	59.3%	54.3%	57.7%	56.6%	55.3%
非息收入占比	25.7%	26.5%	28.3%	26.1%	28.2%	29.1%	31.5%	33.3%
核心资本充足率(%)	4.57	4.95	5.03	5.78	8.22	10.48	9.09	8.81
资本充足率(%)	9.15	9.91	9.27	10.19	13.15	15.12	13.16	12.46
ROA	1.09%	1.23%	1.26%	0.04%	0.54%	1.20%	1.62%	2.03%
ROE	22.2%	22.9%	24.0%	0.1%	7.9%	16.7%	22.4%	29.7%
净资产比例(%)	4.92	5.38	5.27	6.11	7.26	8.21	7.34	8.07
年底股价$	60	74	57	58	76	129	145	216
年底市盈率	6.5	6.7	4.3		17.2	12.8	9.8	10.6
年底市净率	1.4	**1.5**	**1.0**	1.1	**1.3**	**2.0**	2.2	2.8
巴菲特持有股数(万股)		约85	500	500	635.8	679.1	679.1	679.1

1989 年，巴菲特已经买入了富国银行约 85 万股的股票，每股成本估计约为 70 美元，市盈率约为 7 倍，市净率约为 1.5 倍。当 1990 年股价逐步下跌后，他又大幅买入，年底共持有 500 万股，占富国银行总股数的 9.7%，总买入成本为 2.89 亿美元，每股成本为 57.9 美元，市净率 1 倍，市盈率 4.3 倍。

巴菲特买入的主要理由如下：富国银行的管理层非常优秀，贷款的风险可控，即使发生房地产大幅下调的风险，也不会造成大幅亏损甚至倒闭。他认为，富国银行 490 亿美元的贷款，即使产生 10%的不良贷款，即不良贷款额为 49 亿美元，这些不良贷款中假设 30%的本金收不回来，那么损失的本金总额约 15 亿美元，但富国银行一年的税前利润加上提取的拨备也大约为 15 亿美元，在这种情况下，也能做到损益两平，而利润下降只是短期的，对长期投资的现金流影响不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的最坏打算在 1991 年变成现实。1991 年，富国银行经历了房地产市场的大幅下滑，坏账增多，当年提取了 13.35 亿美元的减值拨备，造成净利润接近于零，并在 1992 年继续大幅提取了 12.15 亿美元，不过这些提取超过了实际所需，在之后几年又大幅缩减了减值拨备提取额。即便如此，富国银行的营业收入和净资产还在不断上升，到 1993 年，净利润基本恢复到 1990 年的水平。

巴菲特在 1992 年和 1993 年继续增持了富国银行的股份，1992 年和 1993 年增持股份的市净率分别为 1.2 倍和 1.5 倍。至 1993 年底，巴菲特共持有 679 万股，总成本为 4.23 亿美元。由于富国银行的净资产在不断提高，股价并未下跌，反而逐步上升，到 1993 年年底，股价已经上升了 1 倍多。不包括分红，1993 年年底的市值达到 8.8 亿美元，投资收益率为 108%，三年来的年均收益率为 26%。

随着净利润的逐渐增加，市场也越来越看好富国银行，再加上 20 世纪末的牛市，富国银行的市净率逐步提升。到 2000 年底时，市净率高达 3.6 倍，伯克希尔持有的富国银行股票市值达到 30.7 亿美元，成本为 3.19 亿美元，总收益率为 9.61 倍，十年的年均复合收益率为 25.4%。

在市场亢奋期，巴菲特从 1997 年开始减持富国银行的股份，到 2001 年约减持了 1/3 的股份，减持期间的市净率为 2.5～3.5 倍。2005 年以来，伴随富国银行股价估值的降低，巴菲特每年都在增持富国银行的股票，特别是 2008 年金融危机以后，增持的幅度较大。2008 年开始，富国银行的股票市净率重新跌至 1.5 倍以内。

1988～2012 年，富国银行的非利息收入占比一直处于增长趋势，1988 年为 25.7%。2012 年为 49.8%，体现出其竞争优势；另外，富国银行的杠杆率在逐渐减小，1988 年的净资产与总资产的比例为 4.9%，2012 年为 11%，这也导致其净资产收益率有所降低。若未来杠杆率的走势处于反方向，其利润将有大幅提升空间。

总结：

（1）安全边际的重要性。巴菲特买入前按照悲观的假设进行预估，即便是最坏的情况都不会侵蚀净资产。所以当小概率事件发生时，巴菲特并没有受到巨大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）价格很重要，如果高估了再好的公司都要卖，便宜了再买回来。

（3）优秀的管理者是买入的重要因素之一。

1.3.2 可口可乐

1987 年之前近 50 年，巴菲特一直是百事可乐的忠实消费者和粉丝。1987 年在一个白宫举行的宴会上，巴菲特遇到了可口可乐公司的首席运营官唐·基奥，基奥建议巴菲特放弃百事可乐，去尝尝可口可乐的新品樱桃可乐。巴菲特尝了一下，感觉不错，从此改喝可口可乐，令家人和朋友们大跌眼镜。

巴菲特一直认为可口可乐的股票价格太贵，但是 1987 年可口可乐陷入了困境，百事可乐挑起了装瓶商之间的矛盾，可口可乐的股价持续低迷，公司在不断回购股份，1987 年年底的股价为 38.1 美元，当年每股净利润为 2.43 美元，市盈率为 15.7 倍。于是，巴菲特出手了，他在 1988 年开始大量买入可口可乐的股份，1988 年年底共持有 1 417 万股，成本为 5.92 亿美元，每股平均购买价为 41.8 美元，当年可口可乐的每股净利润为 2.84 美元，购买价的市盈率为 14.7 倍。

巴菲特买入的理由是：可口可乐强大的品牌构成了持久的竞争优势，加上以罗伯托·古崔塔为首的优秀管理层，这种资本开支小的生意模式未来将创造非常充沛的现金流。1988 年，可口可乐的毛利率为 19.2%，净利率为 12.4%，净资产收益率为 33.3%，净利润在过去五年都在逐步上升，加上每年都在回购股份，每股净利润年均增长率为 15.6%。

1989 年，巴菲特继续增持可口可乐的股票，总持股数翻了一倍，为 2335 万股，总成本为 10.24 亿美元，新购入股票的平均价格为 46.8 美元，市盈率约为 15 倍。

三年后的 1991 年，可口可乐的净利润从 1988 年的 10.24 亿美元增长至 16.17 亿美元，增长了约 60%，但是市盈率提高到了 33 倍，增长了 1.2 倍，结合每年的股票回购，使得巴菲特持有股份的市场价值提高到 37.5 亿美元，是买入成本 10.24 亿美元的 3.7 倍，年均收益率为 38.5%。

1994 年，可口可乐的股价经过近 3 年的横盘，公司净利润增长至 25.5 亿美元，市盈率逐步降低，巴菲特又买入了价值 2.7 亿美元的股票，拆股后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的买入价为 41.6 美元，当年每股收益为 1.98 美元，市盈率约为 21 倍。

1998 年，美国股市接近 17 年牛市的末期，可口可乐股价在年中最高涨到每股 70 美元，当年的净利润为 35.3 亿美元，每股盈利为 1.42 美元，市盈率约为 50 倍。从此以后 10 年，可口可乐的股价都没有超过这个最高价（直到 2012 年才重新站上 1998 年的高点）。至 1998 年年底，巴菲特在可口可乐的持股市值为 134 亿美元，10 年里增长了约 11 倍，年均复合收益率约为 27%。这样的市值增幅中，市盈率由 15 倍涨至约 50 倍，贡献了约 3 倍的增长，净利润增长至约 3.5 倍，另外每年的回购也提高了每股净利润。

2012 年，可口可乐的净利润为 90 亿美元，是 1998 年的 2.6 倍，每股净利润为 1.97 美元，年底股价为 36.3 美元，市盈率约为 18 倍，比 1998 年降低了约 65%，两者综合影响，导致巴菲特持有股份的市值在这 14 年里只增长了约 10%。

总结：

（1）高毛利、低资本开支，持续创造现金流的企业是绝佳的好生意，更别说这个企业还是具有强大品牌的百年企业；

（2）强大品牌（技术、专利、配方）的快速消费品拥有持久的竞争力；

（3）高估时要懂得卖出，不然业绩的成长只能是抹平高估值，不能带来超额收益。在去年致投资者的信中，巴菲特坦承："在股市大泡沫期间，我没有卖出一些重仓股，确实是犯了一个大错误。"

1.3.3 中国石油

2003 年 4 月（正值"非典"肆虐，经济活动骤减，香港恒生指数跌回十年前，达到 8409 点，为多年来的最低点位），沃伦·巴菲特用伯克希尔悄然买入中国石油的 H 股，共投资了 4.88 亿美元，买入 23.4 亿股，占公司总股份的 1.3%。每股买入均价约为 1.6 港元，当时的人民币对港元汇率为 106，对应人民币为每股 1.7 元。

巴菲特在 5 年后的 2007 年 7～10 月，全部卖出了中国石油的股份，每股卖出价约为 13.5 港元，卖出总市值约为 40 亿美元。税前投资收益约为 35.5 亿美元，不包括分红的总投资收益率为 7.3 倍，年均复合投资收益率约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 52.6%，同期恒生指数分别为 2.7 倍和 22.2%。另外，在这 5 年里，伯克希尔共收到税后分红约为 2.4 亿美元。

巴菲特投资中国石油主要基于两个判断：① 2002～2003 年，中国石油的市值约为内在价值的 0.4 倍，存在非常大的安全边际；② 原油价格偏低，原油价格上涨会进一步增加内在价值，使得安全边际进一步扩大。他认为无论从原油储备、现金流还是其他标准，中石油的股价都非常便宜，同时，俄罗斯有一家石油公司也便宜，但他对中国的更放心。

2000～2002 年，中国石油的净利润分别为 546 亿元、454 亿元和 469 亿元，利润随原油价格上下波动。2000～2003 年上半年，股价处于横盘状态，围绕在 1.5 港元附近波动，市盈率为 4～6 倍，市净率约为 0.9 倍。

2002 年年报中披露，其当年底的原油储量为 174 亿桶，现金流贴现值为 6 153.86 亿元（约 800 亿美元），年底的总市值约为 2 900 亿元（约 350 亿美元），总市值为现金流贴现值的 0.47 倍，和巴菲特的判断相符。因此，在不考虑原油价格变动的情况下，现金流贴现值可以作为中石油内在价值的一种表征。

2007 年，巴菲特卖出中国石油的股票时，中国石油的总市值约为 2.1 万亿元（约 2 750 亿美元），其年底现金流贴现值为 1.82 万亿元（约 2 400 亿美元），市值为现金流贴现值的 1.15 倍。此时正值金融危机爆发前夕，国际原油价格快速上涨，超过每桶 70 美元。股票卖出价约为每股 13.5 港元，折合成人民币为每股 13.2 元，市盈率约为 16 倍，市净率约为 3 倍。

总结：

（1）不仅中国的企业是能进行价值投资的，中国股市更是一个价值投资的宝地。前面介绍过格雷厄姆的理念已经不太适用于现代资本市场，因为信息流通快了市场更有效了，所以很难再出现被市场严重低估的价值股，但是，中国作为一个有效程度很低的市场，价值投资恰恰最能大放光彩，这是中国投资者典型的误区之一，大家对于 A 股存在的制度设计问题、投资不理性问题等抱怨不已，我只想问一个问题，十多年前的 A 股是否比现在更不合理？那么，你是否愿意回到十多年前，去买入几十亿市值的茅台、苏宁、万科、招行、白药、中集、格力……所以我们回头望去，对那个处在无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效市场时代的投资者，是应该充满了怜悯，还是羡慕呢？面对有效性非常低的A股，面对人们不断追逐着的热点和泡沫，面对优质股因为偏见而不断下跌，我们应该心存感激，因为这是最坏的年代，也是最好的年代。

（2）安全边际是最重要的因素（价格要合理）；

（3）计算内在价值是理解现金流贴现（理解而非精确的计算）；

（4）市场疯狂时要懂得离开。

1.3.4 See's Candy

巴菲特在回顾喜诗糖果的投资时，把它列为梦幻般最伟大的投资对象之一。

喜诗糖果公司成立于1921年，由一位加拿大糖果商创建，其产品采用上等原料，经过精细加工而成，即使在原料不足的“二战”时期也未曾偷工减料，因此在加利福尼亚州享有无与伦比的声誉，具有很高的品牌知名度。公司由弟兄两人共同拥有，兄长为拉里，弟弟为哈里，哈里属于花花公子类型，对葡萄酒和女人比较感兴趣。公司由兄长拉里管理，1972年拉里去世后，哈里无心经营，于是想出售。

喜诗糖果在1972年的销售额为3 133万美元，净利润为208万美元，净资产约为800万美元，哈里的卖出价为3 000万美元。巴菲特和芒格都对这家公司感兴趣，准备用蓝带印花公司来购买喜诗糖果。但巴菲特觉得以15倍市盈率、高于净资产2倍的价格买一家公司实在太贵，于是巴菲特给出的购买价格上限为2 500万美元，庆幸的是哈里最终接受了这个价格。

在2007年致股东的信中，巴菲特说道：

盒装巧克力行业并无让人兴奋之处——美国的人均巧克力消费极其低且一直没有出现增长，许多曾经著名的品牌如今都已经消失不见，在过去的40年内，只有三家企业赚到了像样的利润。尽管喜诗糖果公司的许多收入仅仅来自于几个州，但我相信这家公司的利润占了整个行业的近一半。

在1972年买下喜诗糖果公司的时候，这家糖果公司每年的糖果销售量为1 600万磅。去年喜诗糖果公司的销售量为3 100万磅，年增长率仅为2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，喜诗家族在过去 50 年来所建立的持久竞争优势为伯克希尔公司创造了非比寻常的回报。

我们以 2 500 万美元买下了喜诗糖果公司，当时它的销售额为 3 000 万美元，税前利润不足 500 万美元。经营这家企业所需的资本为 800 万美元（每年还需要有几个月承担适度的季节性债务）。因此，这家公司投入资本的税前投资收益率为 60%。两项因素帮助该公司经营所需的资金降至最低——首先，销售的产品采用现金结算，这消除了应收账款；其次，生产周期和分配周期较短，这帮助库存降至最低水平。

去年喜诗糖果公司的销售额为 3.83 亿美元，税前利润为 8 200 万美元。如今经营这家企业所需的资本为 4 000 万美元，这意味着自 1972 年以来我们只需再投资 3 200 万美元，以应对该企业最小程度的规模扩张——并获得骄人的财务增长。这期间的税前利润总额为 13.5 亿美元，除了那 3 200 万美元，所有的利润都纳入了伯克希尔公司的腰包。在支付了企业利润税之后，我们使用剩下的资金来购买其他具有吸引力的企业，就像亚当和夏娃的行为带来了 60 亿人口一样，喜诗公司给我们带来了许多新的现金源泉（36 年间伯克希尔从喜诗获得的红利加上喜诗当前的合理市值，是初始投入的 134 倍!而巴菲特收购喜诗的获利并不止 134 倍，因为在他拿到喜诗的红利后，又去购买其他具有吸引力的业务）。

总结：

（1）致股东信中一言胜万句："盒装巧克力行业并无让人兴奋之处——美国的人均巧克力消费极其低且一直没有出现增长，许多曾经著名的品牌如今都已经消失不见，在过去的 40 年内，只有三家企业赚到了像样的利润"。喜事糖果是典型拥有优秀管理层的隐形冠军企业（关于这一点后面会介绍）。

（2）优秀的百年企业照样也有低潮期（多数因管理不善而非环境变化），低潮来临的时候要学会判断企业是否足够优秀，能否走出低谷，然后果断抄底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）低成本、高毛利具有品牌的优秀企业能够长期创造源源不断的现金流，不仅自身活得滋润，更是为母公司创造了更多额外的收益。

1.4 价值投资的成功因素总结

通过理论和实际案例的分析，可以对价值投资做出一个客观的理性的总结了，想要成为一个伟大的成功的价值投资者必备的成功因素总结有以下三种。

1. 好生意

成功的价值投资者认为“好生意”多是具有高护城河的生意，护城河能够让企业避免过多的竞争。这个护城河可以是行业的特殊属性创造的（国家垄断、政治垄断、法律法规、保护秘方）；也可以是企业通过不断努力创造的技术或专利或商业模式；也可以是宏观经济环境变化带来的，每个国家，每个不同的时代，每个行业的护城河都是不同的（所以这个角度的宏观经济也很重要，“二战”时期和 21 世纪的行业护城河、投资的重点截然不同）。

2. 好公司

价值投资理论中的“好公司”就是高内在价值的体现，简单来说就是能长期源源不断地带来现金流的企业，他们往往有一个高耸的护城河（好生意），一个优秀的管理层团队，只需很低的资本再投入就能带来高毛利。例如，See’s Candy 和可口可乐都是极好的公司。

3. 好价格

价值投资理论中的好价格并不是通过精密的计算得到的，所谓安全边际也是在理解企业价值的基础上得到的大致的价格区间，而真正的大底大顶一定是通过掌握市场先生的脾气之后才能得出的，一句“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧”足矣胜过万句。

最后，还想再说一点：巴菲特在谈拜师格雷厄姆时，他说在哥伦比亚大学学到的最重要的事情之一就是：正确的态度（巴菲特把这一点视作除了安全边际和内在价值之外最重要的价值投资要素）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多在平时生活和工作中在做出选择时相当慎重的人，在选股时却相当轻率，因为他们没有摆正投资的态度，业余投资者很难把投资当作一份认真且艰难的工作，他们或是抱着娱乐，或是赌博的心态，这一点在散户为主的中国股市更为甚，随便买一点，只要有概念，炒一把赚点就跑等是中国股市的主要特征。

巴菲特说他选股的态度和选择终身伴侣的态度完全相同。你选择人生伴侣的态度越慎重，你选择时就会越仔细、越认真地观察了解对方，这样犯下大错的可能性就越小，选到合适伴侣的可能性就越大。

正确的态度是一个人世界观、价值观的体现，做人和投资都是一样的，你需要用正确的态度去对待任何事，当然对于投资要求更为严苛，正确的态度还包括克服各种人性的弱点（关于这一点，第九章会详细介绍）。

附录：价值投资大师语录

巴菲特篇

（1）一生能够积累多少财富，不取决于你能够赚多少钱，而取决于你如何投资理财，钱找人胜过人找钱，要懂得钱为你工作，而不是你为钱工作。

（2）那些最好的买卖，刚开始的时候，从数字上看，几乎都会告诉你不要买。

（3）在别人恐惧时我贪婪，在别人贪婪时我恐惧。

（4）如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟。

（5）对你的能力圈来说，最重要的不是能力圈的范围大小，而是你如何能够确定能力圈的边界所在。如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大 5 倍却不知道边界所在的人要富有得多。

（6）对于大多数的投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们是否真正明白自己到底不知道什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）如果市场总是有效的，我只会成为一个在大街上手拎马口铁罐的流浪汉。

（8）没有一个能计算出内在价值的公式。你得懂这家企业（你得懂得打算购买的这家企业的业务）。

（9）不必等到企业降至谷底才去购买它的股票。所选企业股票的售价要低于你所认为的价值并且企业要由诚实而有能力的人经营。但是，你若能以低于一家企业目前所值的钱买进它的股份，你对它的管理有信心，同时你又买进了一批类似该企业的股份，那你赚钱就指日可待了。

（10）如果我挑选的是一家保险公司或一家纸业公司，我会把自己置于想象之中，想象我刚刚继承了那家公司，并且它将是我们家庭永远拥有的唯一财产。我将如何处置它？我该考虑哪些东西？我该担心什么？谁是我的竞争对手？谁是我的顾客？我将走出去与顾客谈话。从谈话中我会发现，与其他企业相比，我这一特定企业的优势与劣势所在。如果你已经这么做了，你可能会比企业的管理层对这家企业有着更深的了解。

（11）如果你给我 1 000 亿美元用以交换可口可乐这种饮料在世界上的领先权，我会把钱还给你，并对你说‘这可不成’。

（12）只有在潮水退去时，你才会知道谁在一直裸泳。

（13）我从不打算在买入股票的次日就赚钱，我买入股票时，总是会先假设明天交易所就会关门，5 年之后才又重新打开，恢复交易。

（14）投资人必须谨记，你的投资成绩并非像奥运跳水比赛的方式评分，难度高低并不重要，你正确地投资一家简单易懂而竞争力持续的企业所获得的回报，与你辛苦地分析一家变量不断、复杂难懂的企业可以说是不相上下。

（15）只要想到隔天早上会有 25 亿男性需要刮胡子，我每晚都能安然入睡（谈到对于吉列刮胡刀持股的看法）。

（16）所谓拥有特许权的事业，是指那些可以轻易提高价格，且只需额外多投入一些资金，便可增加销售量与市场占有率的企业。有的企业有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高耸的护城河，里头还有凶猛的鳄鱼、海盗与鲨鱼守护着，这才是你应该投资的企业。

（17）当人们忘记“二加二等于四”这种最基本的常识时，就该是脱手离场的时候了。

（18）如果我们有坚定的长期投资期望，那么短期的价格波动对我们来说毫无意义，除非它们能够让我们有机会以更便宜的价格增持股份。

（19）我之所以能有今天的投资成就，是依靠自己的自律和别人的愚蠢。

（20）在马拉松比赛中，你想跑第一的前提是必须跑完全程。

（21）价格和价值之间的差异在哪里？价格是你将付出的，价值是你将来得到的。在决定购买股票时，内在价值是一个重要的概念。你必须了解你要买的股票背后的企业。如果能以低于价值的价格买进，而且管理层是诚实可靠有能力的，那么你肯定会赚钱。

查理·芒格篇

（1）根据股票的波动性来判断风险是很傻的。我们认为只有两种风险：一是血本无归；二是回报不足。有些很好的生意也是波动性很大的，比如See’s糖果通常一年有两个季度都是亏钱的。反倒是有些烂透的公司生意业绩很稳定。

（2）巴菲特有时会提到“折现现金流”，但是我从来没见过他算这个（巴菲特答道“没错，如果还要算才能得出的价值那就太不足恃了”）。

（3）如果你买了一只价值低估的股票，你就要等到价格达到你算出来的内在价值时卖掉，这是很难算的。但是如果你买了一家伟大的公司，你就坐在那儿待着就行了。

（4）互联网对于社会是极为美好的，但是对于资本家来说纯属祸害。互联网能提高效率，但是有很多东西都是提高效率却降低利润的。互联网会让美国的企业少赚钱而不是多赚钱。

（5）有两种错误：一是什么都不做（看到了机会却束之高阁），巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特说这个叫作“吮指之错”；二是本来该一堆一堆买的东西，我们却只买了一眼药水瓶的量。

（6）你应该对各种学科的各种思维都有所理解，并且经常使用它们——它们的全部，而不是某几个。大部分人都熟练于使用某一个单一的模型，比如经济学模型，去解决所有的问题。应了一句老话：“拿锤子的木匠，看书上的字儿就觉着像钉子。”这是一种很白痴的做事方法。

（7）对于我而言，把股票分成“价值股”和“成长股”就是瞎搞。这种分法可以让基金经理们借以夸夸其谈、也可以让分析师们给自己贴一个标签，但是在我眼中，所有靠谱的投资都是价值投资。

（8）世界上最郁闷的事情之一，就是你费尽力气发现了一个骗局（并且做空这家公司），但是眼睁睁地看着股价继续疯涨 3 倍，而且这些骗子们拿着你的钱弹冠相庆，而且你还要收到证券行的保证金追加通知。像这种郁闷的事情你哪能去碰呢？

（9）如果你从我们的投资决策里剔除掉最好的那 15 个，我们的表现就显得非常平庸了。（游戏的重点）不是非常多的动作而是非常大的耐心。你要坚守你的原则，当机会出现的时候，就大力出击。

（10）我们会把一些决策议题扔进名字叫作“太难了”的档案柜，然后去看其他的议题。

（11）长期而言，一家公司股票的盈利很难比这家公司的盈利多。如果公司每年赚 6%持续 40 年，你最后的年化回报也就是 6%左右，即使你买的时候股票有很大的折扣。但反过来如果公司每年资产收益率达 18%并且持续二三十年，即使你买的时候看起来很贵，但它还是会给你带来惊喜。

（12）和巴菲特一样，我有很强的致富欲望。不是因为我喜欢法拉利什么的，而是我喜欢独立，我极度渴望独立。

塞思·卡拉曼篇

（1）对于我们特别是价值投资者来说，自律是一个很大的手艺元素。就像沃伦·巴菲特所说，投资就好比一场没有裁判、没有非打不可的棒球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赛，你可能扛着球棒长时间不挥棒。“不，今天没有什么好机会。不，仍然没有好机会。”日复一日地等待是很重要的手艺元素。

（2）作为一个管理投资组合的投资者，最大的恐惧在什么时候，我的答案是：在市场下跌时买入太早以至于买入价格依然处于过高定价水平。投资者必须要明白市场崩盘是有可能的，有时候要想象自己回到了 1930 年。在市场下跌的过程中，肯定会出现让人动心的廉价股票，有些廉价股在之后 3 年中将跌得一文不值。从某种程度上说，买入过早是错误的。

（3）在市场下跌了 20%～30%之后，没人能判断市场大潮何时才会转向，预期每一次熊市都将转变为大萧条是愚蠢的。价值遭到低估的证券何时向公平价值回归也是无法预测的，试着这么做是愚蠢的。预期市场从过高定价的水平跌至合理定价的水平之后不会继续下行，同样是不理智的。我的经验是当有人开始以低得荒唐的价格抛售东西时，而且他们这么做是因为他们不得不如此而不是想这样做时，这个时间是一个很好的买入时机。顺便说一下，经验一般都是好事，不过它偶尔也能引诱你买入太早或做错事。

（4）稳健的价值投资者一定要避开每天的噪声，避开短视的投资者，与大众分道扬镳。

（5）价值投资者必须把注意力放在价格和价值的对比上，买进是因为价格相对于价值很便宜。价值投资者的问题在于，价值被低估的股票可能会被低估很长时间。

（6）假如市场的估值水平处于创纪录的高位，支撑市场的是资金流而不是基本面，那么整个市场崩盘的风险就特别大，历史上发生过几次。

（7）价值投资的目标并不是跑赢牛市。在牛市中，任何人使用任何投资策略，或者甚至根本没有策略，都能获得很好的回报，常常能跑赢价值投资者。只有在熊市中，价值投资的纪律才变得尤为重要，因为在所有的投资策略中，只有价值投资才能让投资者获得充分上涨潜力的同时承担非常有限的下跌风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（8）有时候，有人问我们，是否应该修改我们的投资策略，从而适应现在的市场气候以改善业绩。您可能也猜到了，我们的回答是不！向失控的牛市投降，跟风买进成长股和科技股是很容易的，但这是傻瓜的做法，也是很不负责的做法，而且有违我们的良心。随大流总是很容易；离开人潮，独自前进需要很大的勇气和自信。不过，长期投资成功的一个关键要素就是与大众保持距离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 02

成功的成长股投资者的成功要素

成长股投资在中国股市具有很高的人气，不仅仅是因为中国是一个新兴发展中国家有很多的高成长企业，更重要的是市场的偏好导致投资者都非常偏爱高成长公司，给他们很高的溢价。但有太多的人对成长股投资拥有误区和偏见，认为成长股投资仅仅只要找到那些净利润同比高增长的公司就可以了。本章将会全面展示正确地理解成功的成长股的投资要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1 成长股投资者的代表人物

1. 菲力普・费雪

菲力普•费雪是成长股投资领域的开山鼻祖，在那个年代他和格雷厄姆的价值派相比更侧重于公司的发展前景、管理能力等内在价值。费雪执着于成长性投资，重视公司经营层面质化的特征，此乃现代投资管理理论的重要基础，他强调仓位要集中于几只股票。费雪被称为最伟大的成长型投资大师，他与价值型投资之父格雷厄姆同为投资大师巴菲特的启蒙老师。巴菲特曾经推崇地说：我的血管里 85%流着格雷厄姆的血，15%流着费雪的血。费雪最成功的持股是摩托罗拉和德州仪器，前者他拿了 21 年，股价总计上涨 20 倍。职业生涯年化收益约为 20%。

2. 彼得・林奇

彼得•林奇是历史上最伟大的投资人之一，《时代杂志》评他为首席基金经理。他对共同基金的贡献，就像是乔丹之于篮球，邓肯之于现代舞蹈。作为成长股投资的代表人物，他坚持用最朴素的方式寻找到十倍股。1977 年林奇接管麦哲伦基金，1990 年急流勇退宣布退休，在林奇管理麦哲伦基金的 13 年间，他掌管的麦哲伦基金管理的资产由 2 000 万美元增长到 140 亿美元，增值 26.39 倍，他创造了一个投资神话！他创下了有史以来最高的投资回报率（股票基金），13 年的年平均复利报酬率达 29%。

3. 洛威・普莱斯

洛威•普莱斯曾经是华尔街的旷世奇才。20 世纪 30 年代，他提出了股票成长理论，其中提到的通用电气公司（GE），布莱克达科公司和雅培药厂等，经过 70 多年的风风雨雨，这些企业跃身成为《财富》“50 强”，他惊人的判断力可见一斑。洛威・普莱斯的投资思路是：①非同凡响的市场和产物开拓本领；②行业内没有强有力的竞争对手；③不受当局的严格管束；④人力资源总本钱极低，但单个雇员报酬较优；⑤每股收益能保持较高的增长率。人们称符合他标准的股票为“洛威・普莱斯股票”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2 投资理念

成长股投资者的投资理念是什么呢？下面我们简要进行说明。

2.2.1 菲力普·费雪的投资理念

顾名思义，所谓成长型股票投资，核心就是判断一个企业未来成长性的高低，费雪的投资理念（准则）大致如下：

- 这家公司的产品或服务有充分的市场潜力（至少几年内营业额能大幅成长）；
- 管理阶层重视研发新品（在目前产品线成长潜力利用殆尽之际，进一步提升总销售潜力）；
- 公司是高人一等的销售组织；
- 公司的利润率高，且能维持或进一步改善；
- 公司内部的人事关系很好，员工能够得到充分的发挥；
- 具有深度的管理层，相比较同行业有独特的经营能力；
- 并不会因为需要成长而发行大量股票，使得现有股东的利益大幅受损（价值毁灭）；
- 管理阶层的诚信正直态度（特别是对困境的反应）；
- 真正出色的公司非常少，这些公司失宠的时候需要集中全力购买。如要适当分散投资，则必须投资经济特性各异的各种行业，通常 10 种或 12 种是比较理想的数目（为什么大师们都选择 10 个左右的标的？关于这一点将在第九章详细介绍）。
- 买进时机亦很重要（有若干个可选目标，则应该挑选那个股价相对于价值越低的公司），费雪有过教训，在股市高涨的时候买入成长股，由于买进的价格高昂，即使业绩大幅成长，亦赚不到钱）。
- 坚定持有直到公司的本质发生改变（或公司成长到某个地步后将不再保持超额成长）。除非有非常极端的情形，否则不要因为经济或股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：95818088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市走向而卖出股票（因为太难预测），同时这些因素对股价的影响亦不及业绩变动对股价的影响大，卖出的唯一准则是以业绩或业绩预期为依据。费雪谈到这一点的时候曾说过：多人信奉波段操作，但是至今没有一个靠波段操作成为投资大师的。波段操作企图提高盈利效率，所谓超底逃顶，这些乌托邦式的思维，实际可望而不可即。

- 良好的心态。犯错是难免的，重要的是要尽快勇于承认错误。对于看对的股票要学会不止盈，让利润奔跑。
- 正确的态度。投资有时难免会靠运气，但长期而言，好运、倒霉会相抵，想要持续成功，必须靠技能和运用良好的原则。和人类其他活动一样，想要成功，必须努力工作，勤奋不懈，诚信正直。

我个人认为，费雪的理念和准则更适合基金管理人或是职业投资者，费雪强调对公司能有深度的了解（大到公司发展大方向、管理层的能力、研发和销售的能力，小到公司内部的人事关系），一般的业余投资者几乎不可能做到那么深度的理解（除非是在企业工作的内部人士）。相对于费雪的专业，彼得·林奇的投资理念更适合普通的投资者，本章也将会重点分析彼得·林奇。

2.2.2 彼得·林奇的成功投资

彼得·林奇作为成长股投资的代表人物，致力于寻找十倍股，他非常勤奋，善于充分挖掘身边的成长股，他的许多投资思路和策略都可以供普通投资者借鉴。

1. 6种不同类别的公司和不同的投资思路

彼得·林奇致力于从身边寻找十倍股，他在选股时不拘泥于某个行业，也不在乎大势的短期变化（彼得·林奇很喜欢选择弱周期的消费行业，消费行业向来是成长股牛股诞生的温床），只看重这家公司是否具有投资的价值。对于不同的类型的不同公司或同一公司不同时期所处的不同类型（由于处在不同时期，在公司发展的不同阶段，公司的增长率在不断变化，公司也往往从最初的类型转变为另一种类型），投资的切入点是不同的。彼得·林奇认为将股票分类是进行股票投资分析的第一步，首先分析确定公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司股票的类型，对不同的类型采取不同的投资策略，然后相应确定不同的投资预期目标，再进一步分析这家公司的具体情况，分别采取不同的投资策略。

林奇把关注的公司分为缓慢增长型、稳定增长型、快速增长型、周期型、困境反转型、隐秘资产型。

（1）缓慢增长型

这类公司每年的营收和净利增速一般在 0～5%之间，多为公共事业或夕阳行业的公司，这类公司常年维持在一个很低的增速，很多时候甚至跑不赢通货膨胀，彼得·林奇认为不用对这些公司投入太多的精力，重要的是关心股息的高低。不过这里要说一下，很多人搞混了低增长的行业和低增长的公司，彼得·林奇这里是对公司进行分类，低增长的公司确实不值得投资，但低增长的行业则不一样，缓慢增长甚至不增长的行业可能也是一门好生意。照样可以出现优秀的高增长企业，对此大部分投资者存在严重的偏见。关于这一点，本章后面的案例和总结中会再次提到。

（2）稳定增长型

这类公司每年的营收和净利增速在 5%～15%之间，多为处于成熟期的公司，长期稳定的增速和分红是这类公司的标志。投资缓慢增长型的公司能否获得可观的利润，取决于买入的价格。一般来说，稳定增长的公司多为大市值的公司，这些公司在经济衰退或市场走熊的时候具有一定的安全边际（不容易受到经济或市场的影响），另外，在市场出现系统性风险的时候，如果这类公司被错杀，由于自身极高的确定性，错杀后估值会迅速修复，因此大跌时买入这类公司是不错的选择。关注此类行业的优秀公司要看其在熊市中的表现。

当然，类似缓慢增长的行业，在稳定增长的行业里，依然会出现优秀的公司。

（3）快速增长型

这类公司每年的营收和净利增速在 20%以上。快速增长行业内的一些高成长公司并非是最优的选择（在第一条里说得很清楚了），特别是在最热门的时候买入（泡沫），你会承担很大的风险。彼得·林奇对此特意强调，快速增长的公司并不一定属于快速增长的行业。事实上他更偏爱于从缓慢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或稳定增长的行业中寻找快速增长的公司。我个人的总结就是，低增速行业中的优秀公司往往会出现“好价格”。

投资快速增长股的要点在于明白这家公司是不是真正的成长股(有没有优秀好公司的基因)，同时要弄清楚成长的周期会在何时结束。通过观察美国成长股的轨迹，不难发现长期处在快速增长型的公司多见于消费和医药等公司。

最后，要小心过快的增长，特别是几个季度内保持在50%以上增速的企业，此时买入很容易买到股价高点。因为如此之高的增速也意味着自我毁灭的开始。

（4）周期型

不同于上面三类公司的业绩在一个周期内持续增长的状态，周期型公司在一个周期内会不断地反复扩张收缩。投资的要点在于周期景气时退出，在周期低谷时买入。这类公司很容易产生价值陷阱，特别注意别被市盈率蒙蔽了双眼。

（5）困境反转型

一家优秀的公司因为一些特殊的原因而导致公司突然一蹶不振或长期萎靡，出现困境的原因可以是新的颠覆性技术出现、或是自身经营的失误、或是被激烈的竞争打垮等。不同于周期类公司，这类公司不会随着经济周期的复苏而复苏。投资困境反转公司的要点在于：①企业是否具有资源禀赋；②是什么原因导致资源禀赋没能发挥出来（有些公司的缺点是很不利的，但要辩证地看，因为有缺点，股价才会便宜，关键的是缺点是不是致命的，有没有可能改进）；③公司能否有能力通过拆分、重组、多元化发展（或减少多元化）来走出困境，释放资源禀赋的利润；④市场是否因为公司处在困境而给出了一个很低的价格；⑤未来拐点出现的契机在何时。

（6）隐蔽资产型

顾名思义，就是公司有没有被市场认可的资产（或是这个资产缺少催化剂，暂时无法体现其价值）。彼得·林奇曾举例：“有时你会发现一家石油公司在地下储存了40年的石油存货，其账面价值是以几十年前罗斯福时期购买时的成本入账的。”隐秘资产型公司投资的要点在于深入挖掘上市公司内没有被市场充分认知的东西（在中国这种半有效市场十分奏效）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）最重要的一点：投资不是静态的

彼得·林奇曾说，“在我投资股票的这些年间，我看到很多公司开始时属于一种类型，而后来却属于另一种类型”。比如，迪斯尼公司。在这家公司的发展过程中经历了不同的公司类型，在前几年它是快速发展型公司，随着规模的逐渐扩大，它成为稳定发展型公司，随后又因为有价值非凡的房地产及动画等资产而成为资产隐蔽型公司，后来在它的经营陷入衰退之中时，从投资的角度来说，却可以把它作为一家困境反转型公司股票趁机低价买入。所以我想说的是，公司的类型并不是一成不变的，我们不能静态地把投资进行归类。

总结这 6 种类型的公司，其中周期型、拐点型、隐蔽资产型都不能严格算是成长股的典型，但彼得·林奇仍被誉为成长股投资的代表，主要是因为：首先，他的投资重心放在了低增速行业里的高增速公司（当然也关注高增长行业的优质公司）。其次，在投资困境反转、周期、隐蔽资产公司的时候，彼得·林奇的核心投资思想仍然是成长性。对于拐点公司来说，能否度过困境不是最重要的，重点在于公司度过困境的能力，这是决定困境反转后公司能否继续成长的重要因素；对于周期型公司，彼得·林奇寻找的往往是在行业周期向下的时候，那些能够提前储备粮草过冬的公司，甚至能逆周期发展的公司，这都是典型的好公司的代表。

2. 调研和财务报表

彼得·林奇非常看重信息的获取，特别是对于成长股的投资，对公司信息的掌握和挖掘程度直接决定了投资的成败。他在《战胜华尔街》中提到自己一年中平均要走访 200 家上市公司。关于如何学习彼得·林奇做到有价值的调研，本书第六章实地调研一节将会详细介绍。

同时，彼得·林奇对财务报表也非常看重，他一年最多可以阅读 700 份年度报告，他强调主营收入、市盈率、现金、负债、股息、账面价值、存货、隐蔽资产这些都是非常重要的财务指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 投资组合

这一点成长股和价值股其实是一样的。彼得·林奇的资产配置方式在其投资生涯中有非常大的变动，在其职业生涯早期，他经常购买非常多的股票，而且更换频率很高，他认为是因为基金成立早期钱并不多，并且好公司总是不断出现。不过之后的几年，彼得·林奇曾在《战胜华尔街》一书中反思自己早期的操作，认为早期的频繁换股使得自己错过不少优秀的十倍公司。职业生涯后期他的风格已经发生变化，他强调集中持股。

彼得·林奇认为投资应该尽可能集中投资优秀企业的好股票，而不能单纯为了多元化而投资自己不了解的股票。当然集中投资的前提一定是你对该公司有一定的了解，这一点很重要，投资人应该能够在两分钟或者更短的时间内向一个 12 岁的孩子解释你购买一只股票的原因。如果你无法做到这一点，如果你购买这只股票的唯一原因是因为你觉得它的价格将上涨，那么你不应该买入。这听起来很简单，但是我们知道能做到这一点的人少之又少。具体对企业核心看好逻辑是建立在战略高度的结论，价值的高低应该几分钟就能分辨，有时候甚至短时间的研究就可以产生强烈的买入欲望。

当然为了避免一些不可预见的风险发生，只投资于一只股票是不安全的，一个小的资产组合中应含有 10 只以内股票较为适宜。当然根本没有必要因为多元化投资而投资一些自己不熟悉的股票，对小投资者来说愚蠢的多元化投资如同恶魔一样可怕。

4. 投资准则

彼得·林奇自己总结了如下的投资准则：

（1）公司的名字听起来枯燥乏味，甚至听起来很可笑则更好；

（2）公司业务枯燥乏味甚至让人厌恶；

（3）公司从母公司分拆出来（因为它们很多都有优秀的资产负债表）；

（4）机构几乎不持股，分析师不追踪；

（5）公司被谣言包围（黑天鹅）；

（6）公司可能处在一个几乎不增长的行业（面临较少的竞争）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）公司有一个利基；

（8）人们要不断购买其产品的公司；

（9）公司在增持或回购的股票；

（10）避开热门行业的热门公司；

（11）避开多元恶化的公司；

（12）小心那些利用公司名称哗众取宠的公司。

按照彼得·林奇的投资理念，业余投资者只要坚守自己的能力圈，坚持在自己熟悉的领域里寻找优秀的公司，合理地运用一些投资方法，是完全可以取得成功的，即使最终无法成为伟大的投资大师，但是相比较各种约束下的基金，仍能跑赢他们。**彼得·林奇的两本书《彼得·林奇的成功投资》和《战胜华尔街》非常值得一读，推荐作为投资入门必读之书。**

通过上面的解读，不难发现虽然成长型投资相对于价值投资更侧重于关注公司未来的发展和变化，但两者对投资的核心理解本质上是一样的，我们可以通过一些案例来更好的理解。

2.3 成长股投资案例总结

下面均是成长股投资者的一些常见案例，我们来分析一下这些成功投资者的购买原因。

2.3.1 困境反转型公司中的成长股

1. CMS 能源公司

CMS 能源公司就是以前的密歇根州消费者电力公司。在建造了中土核电站之后，该公司改名了。该公司的股票一直以每股 20 余美元的价格受到追捧，但随后在不到一年的时间内下跌到每股 4.5 美元。

CMS 能源公司因为推测在核电站项目的整个开发阶段都批准了核电站项目的监管当局最终也会顺理成章允许核电站投入运行，于是投入巨资设计并建造了一个核电站，然后在最后时刻，这些公用事业监管当局撤销了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些核电站项目，并坐视公用事业公司股价的暴跌（美国各州的公用事业委员会似乎养成了一个习惯：一开始支持兴建核电站的公司，直到所有者已全部投入全部资金——再想停止核电站项目为时已晚）。

于是公司被迫勾销了40亿美元的巨额资产以抵消没有获得运行许可的核电站的建造成本。似乎对于 CMS 来说，破产已为期不远了。然而 CMS 并没有破产，到 20 世纪 80 年代末，通过将无法使用的核电站改造为天然气电厂，CMS 将不利的处境往最好的方向转化。这一转化（在 CMS 最大的顾客——陶氏化学公司的帮助下实现）代价高昂，但相比于眼睁睁地看着 40 亿美元的投资付之东流要便宜多了。改造后的电厂在 1990 年 3 月开始运行，发电成本是每千瓦 1 600 美元，这一成本稍低于预算，而且电厂似乎运行良好。CMS 股票价格随后一路反弹，并回升到每股 36 美元——在 5 年之内上涨了 9 倍，但随后密歇根州公共服务监管委员会就用公用事业公司的费率所作出的两个不利决定，导致 CMS 股票价格下跌到每股 17 美元（密歇根州公用事业监管委员会连续做出了三个不利于公用事业公司的费率决定，并拒绝 CMS 按中土电厂所耗天然气的全部价款向消费者收取电费），而彼得·林奇是在这一价位偶然发现这只股票的。

1992 年 1 月 6 日，林奇和 CMS 的新总裁维克托·弗赖林进行了交谈。弗赖林提到了公司的两个积极方面的进展。第一方面是改造成天然气电厂后的中土电厂发电成本为每千瓦 6 美分，而通常情况下，新建煤电厂的发电成本是每千瓦 9.2 美分，而核电厂的成本为每千瓦 13.3 美分。中土电厂是低成本运行；第二个方面就是密歇根州对电力的需求在上涨。该州对电力的需求已经连续上涨了 12 年，即使在 1991 年的经济衰退中，电力消耗量也比上年增加了 1%；而在电力消耗高峰日，CMS 只有 19.6%的发电能力储备——在电力行业中，这一比例非常低。在中西部，为满足日益增长的电力需求而准备兴建电厂的寥寥无几，而建造一个全新的电厂需要 6～12 年的时间，此外，一些已运行多年的电厂也已经停止运营了。从经济学基础理论我们知道，当需求的增长速度超过供给的增长速度时，价格必定上升，而更高的价格必然会带来更多的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过 CMS 的资产负债表上仍然有核电站项目失败遗留下来的大量债务，为了将中途核电厂改造成天然气电厂，CMS 还发行了 10 亿美元的债券。CMS 有足够的现金流来支付债权人利息，研究 CMS 的资产负债表发现，该公司的收益与折旧相加，然后除以股票数量，得到每股现金流为 6 美元。由于 CMS 大部分设备都是新的，因此它无须花费大量的资金去维修设备，这样，折旧产生的资金可以用于其他用途，例如：①回购公司股票；②进行收购；③增加分红。所有的这些做法最终都会让股东获益。

弗赖林谈了 CMS 的现金使用计划。CMS 准备将现金用于扩大天然气电厂的生产能力和改善传送线路的效率，这两项工作都将增加公司的发电能力。弗赖林还告诉林奇，最近一直亏损的电力集团（Power Group，CMS 的一个子公司，该子公司拥有数家并网发电的小电厂）可能在 1993 年开始盈利。

虽然公司短期遭遇利空下跌 50%以上，但显然 CMS 有理由相信，密歇根州公用事业监管委员会一位新近任命的成员可能更易于打交道。该委员会自己的工作人员进行了一项研究，研究结果支持向 CMS 做出一些让步，而该委员会全体成员不久还将就这些让步进行投票表决。

如果 CMS 能够从该委员会那里得到一个从企业角度做出的合理决定，那么明年 CMS 将能获得每股 2 美元的收益（而华尔街的预期是每股 1.3 美元），此后，CMS 的收益还将稳定增长。同时，看好 CMS 不仅仅是对密歇根州公用事业监管政策的赌博，长远来看，无论该州公用事业监管委员会的态度如何，CMS 都将兴旺起来。CMS 强劲的现金流将会让它重返业绩坚挺的公用事业公司行列，而在 CMS 重返这一行列之后，它就可以重新以较低的利息借到资金。如果所有这些都以有利于 CMS 的方式解决，CMS 将能获得每股 2.2 美元的收益；如果不行，CMS 的每股收益将在 1.5 美元左右；但无论哪种情况，长远而言，CMS 都将兴旺起来。如果监管委员会限制它的收益，那么 CMS 可以将现金流抽回用于增加发电能力，促进企业自身的成长。现在 CMS 股价为每股 18 美元，远低于账面价值的情况下，彼得·林奇选择买入 CMS 的股票，他认为将可能获得丰厚回报，且不会存在什么风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实证明彼得·林奇的判断是对的，CMS 能源公司在 1992 年创下阶段低点后扶摇直上。走势如下图所示。



2. 房利美

彼得·林奇投资房利美的时间跨度很长，过程十分曲折。他于 1977 年 9 月在 5 美元的价位上建立了头笔仓位（3 万股）。在持有房利美几个月内，收益不错。但后来因为利率不断上调，最高时借入利率为 18%，而借出利率却只有 9%，彼得·林奇感到这将给房利美的经营带来莫大的压力，于是 1978 春天，他把买入几个月的房利美股票抛售一空，抛掉它只赚了一点钱。

首先看一下当时房利美的背景。房利美是一家住房抵押贷款公司。该公司于 1938 年由美国国会创建，并获得政府信用支持，后来在 20 世纪 60 年代初私有化。其主要职能是购买抵押贷款资产，然后将基金的打包成债券出售给投资者。20 世纪 70 年代，房利美的经营模式是“短借长贷”，以较低的利率借入资金，用这些钱买入高利贷的长期按揭贷款，赚取利差受益。到了 20 世纪 80 年代初，短期利率跃升到 18%～20%，但公司在 20 世纪 70 年代购买的长期借款利率为 8%～10%，利差收益反而为负值，于是股价从 1974 年的 9 美元跌到 1981 年的 2 美元，并传言即将破产。也就在这时，房利美结束了“短借长贷”的行为，采用了包装抵押贷款，创造了一种“按揭支持证券”、然后卖掉的盈利模式。 这样，当时的房利美从中获得了很高的佣金收入，并把利率风险转给了新的买主。

1982 年，彼得·林奇第二次买入房利美股票，这次买入是基于以下原因：

（1）房利美新上任的总裁马克思维尔在战略上采取保守策略：停止短借长贷、模仿房贷美，以避免业务大起大落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）正式开展房产抵押合约的打包工作。在这个打包工作中，房利美把房产抵押权捆绑在一起进行证券化的设计，然后把这种证券出售给市场或银行。此项业务开展后，房利美就可以把利率变动的风险转嫁给新买主。同时通过证券化增加了房产抵押合约的流动性，使得这个市场的规模进一步扩大，这对于房利美意义重大。

（3）利率再次下调，对于房利美是利好，在一定程度上意味着一定阶段的拐点出现。

1981 年，房利美的股价跌到 2 美元，1982 年，投资市场因公司领导人和经营模式的变革，股价从 2 美元反弹到 9 美元，这是典型的周期性股票走势。1983 年，房利美真正开始盈利，股价却一潭死水。1984 年年底，房利美占麦哲伦基金总资产的 0.37%，而股价却跌了一半，从 9 美元跌至 4 美元。1985 年，彼得·林奇觉得房利美的历史负担解决得差不多了，增仓至 2%，进入麦哲伦基金持仓前十位的股票，而房利美的股价从 4 美元已反弹到 9 美元。1986 年，彼得·林奇将房利美持仓量收缩到 1.8%，而股价从 8 美元涨至 12 美元，公司盈利也从 1985 年的每股 0.52 美元提升至 1.44 美元。1987 年，房利美股价震动颇大，这也和当年的股灾有关，股价从 12 美元升到 16 美元，后又跌到 12 美元，再回到 16 美元，最后在 10 月份的大暴跌中跌至 8 美元。这时的麦哲伦基金持有 2%～2.3%的仓位。1988 年，彼得·林奇将房利美增加到基金总资产的 3%，而公司每股盈利已达 2.14 美元。1989 年，彼得·林奇在年底加仓房利美至基金资产的 5%，这是重仓股的最高限额。这年，公司股价终于从 16 美元涨到 42 美元。1990 年，房利美因海湾战争从 42 美元跌至 24 美元，后又涨到 38 美元。1991 年，林奇离开麦哲伦之后，后任经理萧规曹随，仍保持该股票头号持有仓位，股价则从 38 美元涨到 60 美元。

富达公司旗下的其他基金也同样重仓持有房利美股票，结果在整个 20 世纪 80 年代，它们获得超过 10 亿美元的利润。在当时，这在金融史上是破纪录的事。当然在之后 2008 年次贷危机之时，房利美再次面临破产，这都是后话了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结：

（1）彼得·林奇投资 CMS 公司虽然是出于密歇根州公用事业监管态度转变前提下的困境反转型投资，但真正的核心理念还是 CMS 公司未来确定性的成长。退一步说，无论该州公用事业监管委员会的态度如何，从长远来看，CMS 都将兴旺起来。CMS 强劲的现金流将会让它重返业绩坚挺的公用事业公司行列，在远低于账面价值的情况下，买入 CMS 这样的困境反转预期的股票，自然获得丰厚回报的概率很高，同时只有很低的风险。

（2）房利美是典型的困境反转的公司，困境反转的条件房利美几乎全部符合：①行业基本面（利率）发生变化；②新的管理层上台；③公司对主营业务做出革命性的转型，新的生意模式出现成为困境反转的关键：房利美结束了“短借长贷”的行为，采用了包装抵押贷款，创造了一种“按揭支持证券”、然后卖掉的盈利模式。这样，当时的房利美从中获得了很高的佣金收入，并把利率风险转给了新的买主。

必须指出的是，房利美由于经营模式改革带来的巨大的成长空间才是彼得·林奇买入的逻辑。房利美是困境反转的公司，更是一只标准的优质成长股公司，完全符合好生意、好公司、好价格。

2.3.2 快速增长行业中的成长股

对于这类型的成长公司的投资案例实在太多了，故下面以行业为例，成长股多出于消费、医药、科技等朝阳行业（为什么这些行业容易产生高成长公司，第五章再做讨论）。

1. 消费行业

彼得·林奇通过研究发现许多股价涨幅最大的大牛股，往往来自身边的消费品公司，典型的比如沃尔玛、苏宁这些零售商。我们都可以很容易地在购物的同时观察它们的发展进程。投资这类公司不用着急，首先观察一家零售商在某一个地区获得成功后，是否具备在其他地区同样能够复制成功的能力，等这时候再投资也不迟，成功的复制迟早有一天会遍布全国。苏宁上市之初即使投资者无法看清其未来的发展状况，但只要发现它之后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全国的扩张成功就可以肯定它的模式成功了。其他比如吃、喝、用等消费品行业同样出现了很多伟大的成长股，这里不具体展开案例了。

2. 医药行业

史克必成（Smithkline Beck-man）是彼得·林奇一笔最成功的医药成长股投资。这是一家规模相对较小的医药公司，发明了治疗溃疡的药 Tegamet，它于 1976 年面世。直至那时，治疗溃疡没有其他方法只有手术。对医药公司而言类似 Tegamet 的这种药非常好，因为你不得不持续服用 Tegamet，不然的话溃疡就会复发（医药行业的快消品是具有高壁垒的快消品，是极好的生意）。

1974～1976 年，该药进行临床试验期间，史克必成公司的股价从 4 美元涨到 7 美元，1977 年，当政府批准甲腈咪胺可以正式销售时，它的股价是 11 美元。彼得·林奇曾这样描述过这家公司的投资情况："病人和开药的医生肯定会在华尔街的专家之前就已经知道了这家公司的成功，但显然他们更关注石油行业（彼得·林奇再次调侃那些专业人士，告诫大家要严守自己的能力圈），当然华尔街的专家们也一定得过溃疡，但是他们一定没有把史克必成公司的股票列入该买股票的名单，因为该公司的股票在该药面世一年后才开始上涨"。之后几年，随着 Tegamet 销量的大增，公司股价一路狂涨到 72 美元。

值得一提的是，史克必成公司后来联合葛兰素威康公司成为世界著名的葛兰素史克（GSK）公司。

关于这个类型其他行业的投资案例不再列举，第五章在分析好生意的时候会继续分析这些高成长行业的好公司。

总结：

（1）行业属性决定了消费行业是一门好生意，只要在好生意的基础上具备了自己的护城河，那么高成长自然就不是问题了。消费品行业可分为耐用消费品、快速消费品、特殊消费品等，具体后面再介绍。

（2）史克必成公司的明星品种 Tegamet，本身的属性，即持续服用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溃疡药，直接决定了生意的好坏，医药行业中最好的品种就是那种需要重复消费的产品，它同时具备了快速消费品的重复购买消费的属性和医药行业的技术准入的壁垒（胰岛素也是医药行业中具备快消品属性的品种）。

对于史克必成的投资，彼得·林奇还强调了，投资者或许很容易就错过了 Tegamet 最开始上市时的投资机会（还没搞明白这个产品的市场空间），这没有关系，因为即使在药管局批准生产 Tegamet 两年后再买入该公司股票，依然能获得 3 倍的收益（这一点苏宁、沃尔玛、可口可乐等成长股都是类似的，你看明白了再进去一点也不晚）。所以，对于一只优秀的成长股来说，有时候不必追求过分低估的价格，因为持续的高速成长会消除估值上短期的泡沫（注意是持续，而非短暂的灿烂），巴菲特也曾说过，他宁愿用平庸的价格买入一家优秀的公司，也不愿意用一家优秀的价格买入一家平庸的公司。

2.3.3 隐秘资产类型的成长股

1. Telecommunication 公司

美国最大的有线电视公司，1977 年时，Telecommunication 公司收益少得可怜，且负债高得吓人，从传统的观点看，有线电视不是一项很有吸引力的业务，甚至可以说在激烈竞争的前提下，行业开始步入夕阳。但是，该公司的资产（表现为有线电视用户）的巨大价值却远远超过了这些负面因素的影响。

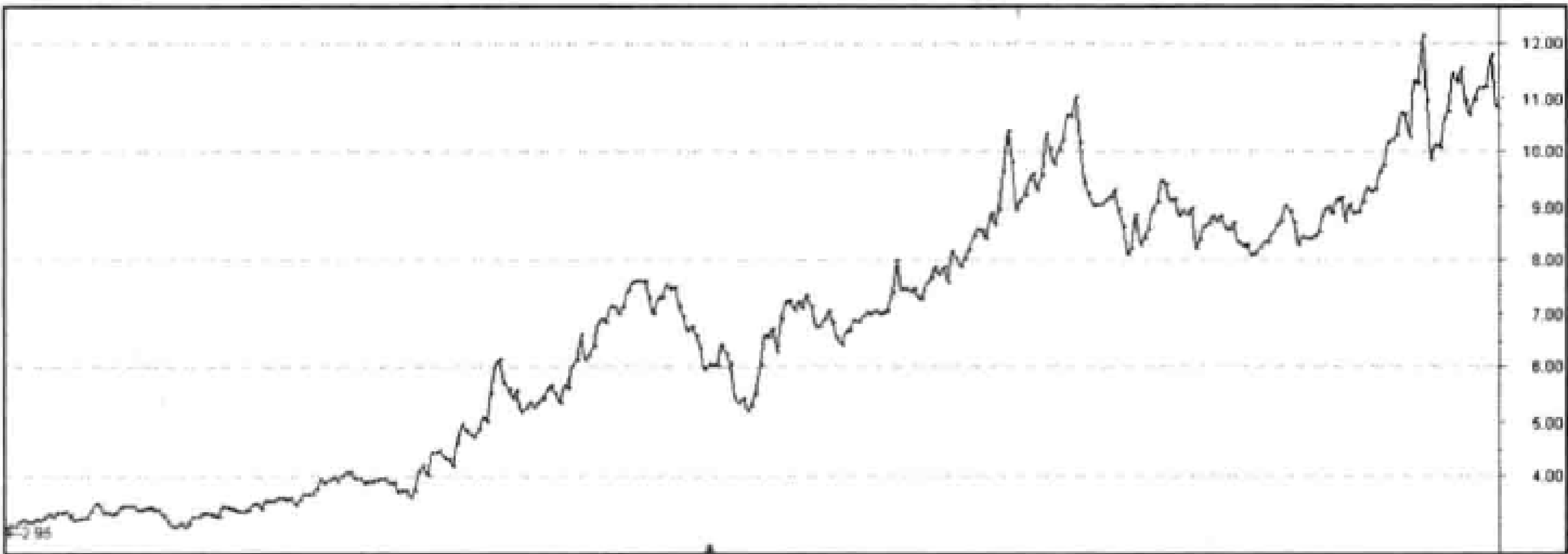
15 年前，对于购买有线电视的特许经营权的公司来说，每一个用户的价值相当于 200 美元。过了 5 年之后上升为 400 美元，在之后的 5 年上升为 1 000 美元，而现在一个用户的价值竟然高达 2 200 美元。在这个行业工作的人一直十分了解这些数据的变化，这并不是什么秘密的信息。随着每个有线电视用户的价值不断的上升，Telecommunication 公司拥有的数百万用户本身就是一笔巨大的资产。

1977 年，该公司的股价仅为 0.12 美元，10 年后股价上涨到 31 美元，涨了 250 倍（彼得·林奇曾非常后悔买入该公司的股票太少了，因为他没有深刻认识到这家公司的隐蔽资产是如此的优秀）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. A 股的隐秘资产型公司：天宸股份

时光倒转回到 2012 年年底，当时天宸股份股价在 3 元附近徘徊，市值在 15 亿元左右。当时天宸股份长期持有绿地集团 2.89%股权，投资成本几乎为零。此后隐蔽资产逐渐被市场认可，股价也翻出 4 倍，如下图所示。



根据绿地提供的资料，2013 年，绿地位列世界企业 500 强第 359 位，绿地和万科的“一哥”之争愈演愈烈。过去三年（2011～2013 年），绿地主营业务收入分别为 1 976 亿元、2 503 亿元、3 300 亿元，30%的复合增速。其中 13 年净利润为 280 亿元，意味着归属于天宸股份的净利润达到 8.1 亿元（绿地上市后估值将会再获提升）。此外，天宸股份在上海闵行区星河湾旁拥有南方物流园区土地 400 亩，根据闵行区规划，统一变更为商业和住宅，A 地块的规划已经审批，余下地块正在变更中，400 亩自有土地变更为商业和住宅用地，增值至少 30 亿元。

上述两块资产就远超公司 15 亿多元的市值，公司还手握几亿元现金，拥有很多其他低成本的资产，属于典型的隐蔽资产巨头。

此后伴随着绿地集团借壳上市的预期，天宸股份的隐蔽资产被市场发现，股价开始一路飙升，短短一年时间翻出三倍多，公司股价达到 12 元的高位。此时也传来了绿地集团 667 亿元借壳金丰投资成功的消息。自此，天宸股份市值 55 亿元，隐蔽资产潜力挖掘完毕。

总结：

（1）关于隐蔽资产的计算，要小心避开价值陷阱，有些账面价值经常会出现高估或者低估公司真实价值的情况。例如，巴菲特投资旗舰哈撒威公司最初源自收购新贝德福德纺织厂，借壳重组多年后，巴菲特决定彻底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剥离纺织产业。此时问题出现了，织布机的账面价值高达 86.6 万美元，但最终拍卖时这些账面计价每台 5 000 美元的织布机仅能卖得每台 26 美元，此价格甚至比拖走这些织布机的运费还要低。另有案例令彼得·林奇始终难忘：1976 年，艾伦伍德钢铁公司破产前夕，账面价值是 3 200 万美元，每股高达 40 美元。问题在于这些账面上的炼钢优质资产，却因为设计和操作上的缺陷，难以正常开工，最终破产偿债时，这些优质资产只能当废品卖了。

（2）天宸股份和 Telecommunication 同样作为隐蔽资产公司，显然 Telecommunication 公司要优秀得多，隐蔽资产公司和其他成长股一样，隐蔽的资产是否优秀，未来能不能给公司带来高成长，这才是投资的准则。

2.3.4 周期型行业中的优质成长股

1. 菲尔普斯·道奇

这是比较经典的一个投资案例。菲尔普斯·道奇公司是一家全球有名的专门从事铜生产的公司，是 Freeport-McMoRan 铜金公司的下属公司。彼得·林奇最早获取这只股票的渠道是他的水暖工，他向彼得·林奇证实了铜管的价格正在上涨。彼得·林奇从以下几个方面继续了解和研究公司的情况：①了解公司过去的发展历史和业绩表现，彼得·林奇了解到这家公司的情况比一年前更好。②通过给公司的管理层打电话，了解到公司现在的情况和所处行业现在的情况。③从行业周期的角度而言，虽然铜的需求近期并不旺盛，但彼得·林奇认为可能会马上反弹。这个判断是根据非常简单的一个例子来加以确认的，那就是全世界的发展中国家，包括从苏联解体出来的国家，都要改善他们的电话线路系统。这种改造将耗费大量的铜资源，由此而产生的需求也会使得铜价上涨。④公司的资产负债率稳健到足以抵御产业寒冬，当时菲尔普斯·道奇拥有净资产 16.8 亿美元，但只有 3.18 亿美元总负债。彼得·林奇认为无论铜价如何波动，公司也不会破产，所以完全可以买入后等待铜价上升的时刻。由于以上几点原因，林奇对“菲尔普斯·道奇”公司产生了浓厚的投资兴趣。在铜的行业公司并不需要面临太多的竞争和技术应用，而随着周期性行业的复苏，只要价格提升，那么公司的净利润就会随着增加，成本却并不提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2．Pier1

这是一家公司主要经营房屋装饰品销售的公司，在 20 世纪 70 年代就是牛气冲天的超级大牛股，但到了 1987 年大崩盘和海湾战争时期公司股价连续暴跌。此时市场对于房地产市场的悲观情绪一度泛滥，使得本来就处于低位的房地产指数再次遭遇下跌。彼得•林奇此时两度去该公司调研发现，这家公司在外部环境非常困难的情况下仍然盈利，而且每年新开 25～40 家分店。虽然在经济衰退打击最严重的地区单店收入有所减少，但在全美其他地区实现了增长；虽然存货有所增加，但是为新开店铺备货所用。所有的表面不利现象通过这样的研究分析已经无法掩盖这家公司的高成长性，而所有的一切就只等房地产行业的复苏，果然这只股票在经济复苏的环境下牛气冲天。

总结：

投资周期股时仍要牢记投资的准则：①是不是好生意？必须了解行业需求端的情况（通过对行业内部人士获得复苏的信号，把握拐点）。②是不是好公司？在行业低迷，其他公司低迷的情况下菲尔普斯·道奇公司没有出现业绩倒退，思考这是为什么。③是不是好价格？考虑在最坏的情况下，公司的价格是否仍具有安全边际。在符合三好条件的前提下就值得投资，不论是朝阳行业还是周期型公司。

2.3.5 低增速行业中的优秀成长公司（沙漠之花）

1．班达格公司

班达格公司从事旧轮胎翻新业务，而且公司地处穷乡僻壤，所以华尔街的股票分析师很少去调研，在彼得•林奇投资之前的 15 年时间里只有三个分析师追踪过这家公司。班达格公司管理风格非常朴实，专注于成本节约，它在其他人认为无利可图的行业中寻找到了与众不同的利基市场，形成独占的竞争优势。当时美国每年卡车和客车轮胎翻新的需求约为 1 200 万个，其中班达格的市场份额达到 500 万个。班达格公司自 1975 年以来，股息持续提高，盈利每年增长 17%，尽管收益持续增长，班达格公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价在 1987 年股市大崩盘和海湾战争期间也曾两次暴跌，华尔街的这种过度反应，为彼得·林奇创造了逢低买入的好机会。两次暴跌之后，股价不但全部收回失地，而且后来涨幅巨大。

2. 西南航空公司

还有什么行业能比 20 世纪 80 年代的航空公司更糟糕呢？美国几大航空公司相继破产或者正在破产边缘苦苦挣扎。但是在航空业灾难性的 10 年中，西南航空公司的股价却上涨 10 倍（后面几十年再次上涨数倍，至今股价创下历史新高）。为何在夕阳行业中仍然能出现这样优秀的公司？看看西南航空干了什么（确切地说是没干什么傻事）。

西南航空在整个航空业中运营的成本是最低的，他们不开通飞往巴黎的航班，没有提供精美的机上餐点，更不借钱买太多的飞机，也不给公司高管支付高得离谱的薪水（但底层员工待遇丰厚）。在其他航空公司竞相采用大飞机，长途航线的策略时，西南航空的 CEO 反其道行之，找到了市场生存的缝隙：短途廉价航线，在当时西南航空是唯一一家多班次短途廉价航空公司，因此当其他航空公司在激烈的竞争中不断破产倒闭的时候，西南航空却从 1978 年只有 4 架飞机的不起眼小公司，发展成为全美第八大航空公司，也是唯一连续盈利的航空公司，从股票的投资回报率来说，至今无人可比（同行业）。西南航空走势如下图所示。



注：由于分红的因素，股价有所出入，但趋势和涨幅是正确的。

西南航空在当时制定了完全不同于其他航空公司的廉价航空策略，这是其获得巨大成功的关键。这也是低迷行业甚至沦落到破产行业中优秀的沙漠之花公司的最大魅力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 肖氏工业公司（SHAW INDUSTRI）

低迷行业的优秀的公司总在非常偏远的地方，肖氏工业公司也不例外，肖氏工业公司 1961 年成立，主营地毯业务。当年肖氏工业公司成立之时，恐怕再也找不到比地毯更为糟糕的行业了，行业没有准入和技术上的壁垒，你甚至只需要 1 万美元就可以开一家地毯厂，全美各地布满了小的地毯厂，由于产能过剩，地毯商们纷纷降价销售，大家日子非常难过，到了 1982 年，木地板重新在美国家庭流行起来，地毯行业彻底走到了尽头，原先市场最大的 25 家公司，已经有一半彻底退出了地毯行业，剩下的公司也纷纷陷入停滞发展的状态。

此时，肖氏工业公司苦心经营，不断地压低成本，利用所有可用的资金改善生产线，同时为了避免高价购买原材料棉纱，肖氏工业公司自己买机器来生产，达到控制成本的目的。同时在销售端，肖氏工业公司成立了自己的销售网络，有自己的物流车队。在对低成本无以复加的追求中，肖氏工业公司选择不花大价钱在市区展示自己的产品，而是将客户接到公司来参观。在一系列的运作下，肖氏工业公司在地毯市场最为糟糕的时期，依然保持了 20%的净利增速，股价更是从 1980 年上涨了 50 倍！虽然股价在 1990 年横盘一年，但此后再次翻倍。

在 1980 年的美国资本市场，谁能想到在地毯这种完全夕阳的行业里，竟然会出现涨幅百倍的大牛股？值得一提的是，肖氏工业公司在创始人退休后，于 2000 年被巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司收购。

总结：

谁能想到，在 20 世纪 80 年代后，在地毯这种行业里能出现一只 100 倍的股票？谁能想象到，在 20 世纪 80 年代在航空这个行业里，出现了一只 30 倍的股票吗？谁能想象到，在 2008 年之后，纺织这种行业里，出现了好几只 10 倍股吗？这些差到不能再差持续负增长的夕阳行业里（周期行业至少还能翻身），一样出现了超级厉害的公司，这是为什么？这就是投资沙漠之花，隐形冠军公司的最大魅力所在。

很多人认为夕阳行业或低增长行业里不会诞生好公司，这是一个误区，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有夕阳的行业，没有夕阳的企业。投资沙漠之花公司的关键点在于公司要有一个利基（需求）和优秀的管理层，能不断地淘汰同行业的其他公司，不管是航空公司、轮胎公司、地毯公司，包括钢铁、纺织，这些行业中出现的高成长公司都是有广泛的市场需求作为背景，同时不断地重组兼并同行业其他公司。

彼得·林奇的投资准则中有好几条都是针对沙漠之花公司的，比如，公司业务枯燥乏味甚至让人厌恶；机构几乎不持股，分析师不追踪；公司可能处在一个几乎不增长的行业（面临较少的竞争）；公司有一个利基；人们要不断地购买其产品的公司；公司在增持或回购的股票。

2.4　成长股投资的成功因素总结

通过理论和投资案例的分析，想要成为一个伟大的、成功的成长股投资者还是要坚持“三好”原则。

2.4.1　成长股投资者中的好生意标准

费雪认为好生意就是一家公司的老产品能**保持竞争力而新产品能够不断地占领市场，同时整个行业有很高的天花板；彼得·林奇则认为好的生意需要有一个利基（特别是夕阳行业想要出现好公司，必须要有需求，人们需要不断地购买其产品）。**

选择一门好生意对于成长股投资显然是非常重要的，因为一些行业的属性决定很容易产生高成长的公司，比如医药、消费、TMT（科技、媒体、通信）三大行业。但我们千万不能对此产生偏见，要知道并不是只有高增长的行业才会出现高增长的企业，在一些低增长的冷门或夕阳行业里，对于优秀的公司来说，照样是一门“好生意”。

首先冷门或夕阳行业由于行业的增速很低（甚至出现 0 增长），几乎没有人愿意参与进来；其次，因为冷门或夕阳行业往往面临竞争激烈，行业内经营不善的弱者会一个接一个被淘汰出局。而此时一些优秀的公司如果能够凭借低成本（优秀管理和技术）、政策支持（淘汰落后的或污染的同行业小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业)、天然壁垒（大自然赋予的优势）等优势，不断地占领市场份额，不断地淘汰同行业的其他公司。那么，在没有新竞争者进入及行业内竞争者不断减少的情况下，优秀的公司形成寡头垄断只是时间问题。上一节案例中的地毯、航空等行业中的优秀公司都是很好的例子（彼得·林奇非常喜爱这类公司，他称之为沙漠之花公司，事实上很多隐形冠军公司同时也是沙漠之花公司）。

毫无疑问，尽管处在低增速的夕阳或冷门行业中，一些优秀的公司仍然完全符合“好生意”的标准。**要知道供应端收缩，需求端仍在扩张这是好生意的最高标准，而大多数行业，特别是一些热门行业的供给端扩张比需求要快，极有可能是投资陷阱，这样的热门行业根本不是长久的好生意，只能是昙花一现**（当然这一点非常符合 A 股投资者的价值观，大家都在追求那些有概念有题材的热门行业的热门公司，这些公司未来到底会不会赚钱并不重要，重要的是站在了风口）。

最为重要的是，相比热门行业的公司，低增速的行业不受人关注，资金往往会忽视行业中那些优秀的沙漠之花公司，因此这类公司很容易出现价格被低估的情况。

2.4.2 成长股投资者眼中的好公司标准

公司的好坏无疑是整个成长股投资中最为关键的一部分。对于成长股投资大师来说，他们花在公司研究上的时间可以说超过了价值投资者。一家公司的好坏要从多方面挖掘，首先是产品线的成长潜力，是否具有足够的壁垒，老产品是否能够战胜竞争者，新产品是否能够不断地推出保持活力；其次是公司的销售能力，一家好的公司应该采用最低的成本获得最大的利润，毛利润和净利率都要高于同行业，最后，最终决定好坏的一定还是“人”，管理层的能力直接决定了公司发展的方向发展的潜力。公司对人才和内部员工的管理决定了工作的效率，公司的治理水平决定了小股东的利益。

此外，彼得·林奇特别强调了要避开热门行业的热门公司，避开那些盲目多元化的公司。彼得·林奇不喜欢那些热门行业或者往热门行业多元化发展的公司，他总是在一些低增长的行业里寻找好公司。他不喜欢投资热门公司的原因如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）他自认为根本搞不懂这些高科技公司（连彼得·林奇这样的专业基金经理都搞不懂，又有多少业余投资者能搞得清楚基因、3D 打印、机器人、生物制药等近些年热门的行业呢？）。

（2）他认为因为热门行业常常带来巨大的利润，所以想要进入这些行业的人和资金源源不断，再高的护城河在激烈的竞争面前也很容易被击破。例如，某家公司设计出一个跨时代的产品，那么其他的竞争对手也会迫不及待地去研发，不仅是小公司，连大公司都没有办法保持竞争力（比如，苹果引领的智能手机轻易打败了王者诺基亚，朝阳行业的竞争就是那么残酷）。

（3）相反，资本对那些几乎不增长的行业几乎都是不屑一顾。彼得·林奇在书中以 SCI 丧葬公司为例：当时 SCI 已经拥有全国 5%的市场份额，在当时的 SCI 的优秀管理层管理下，没有什么竞争对手可以阻止 SCI 把市场份额提升到 15%，同时，沃顿商学院的高才生也绝不会琢磨如何去和丧葬业的公司竞争。彼得·林奇整个职业生涯都用了很大精力来研究和投资一些不起眼的冷门公司（也正是这些公司，带给了彼得·林奇投资生涯的巨大成功），不投资热门行业根本不妨碍他成为最伟大的成长股投资大师。

2.4.3 成长股投资者中的好价格表现

相对于价值股，成长股在价格和估值的绝对值看似要高得多，但这只是静态的一种错觉，事实上成长股和价值股价值的高低都是由内在价值决定的，看似数字上有高估与低估之分，这只是内在价值的不同体现，在成长股的估值问题上不能刻舟求剑。所以，成长股投资寻找好价格的过程和价值投资一样，在理解内在价值的基础上，建立起个股的安全边际，最终利用市场情绪的偏见和资金的流动偏好，寻找被低估的好价格。

几位成长股大师严格遵循着以上寻找好价格的逻辑。费雪强调了买入的时机很重要，价格太贵买入优秀的公司一样赚不到钱。同时卖出的时机更重要，只有等待公司成长的逻辑发生变化，不要因为经济或股市走向而卖出股票（因为太难预测）。彼得·林奇也曾说过：“真正的逆向投资者并不是那种在大家都买热门股时偏买冷门股票的投资者。真正的逆向投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会等待事态冷却下来之后再去买那些不被人所关注的股票，特别是那些让华尔街厌烦的股票。”

这里我觉得最需要关注的是彼得·林奇关于沙漠之花的投资思路。彼得·林奇之所以不喜欢投资热门行业，而偏爱投资沙漠之花公司、身边的不为大众所知的消费类公司、困境反转公司的原因就是：热门行业的公司往往没有好价格，而处在冷门行业或困境中的一些优秀的公司可能会因为名字晦涩难懂、业务枯燥厌恶、被谣言包围、被黑天鹅重伤等因素使得机构不愿意持股、分析师不愿意追踪。不过也正是因为市场出现的种种偏见，才导致这些优秀的公司能有非常低的估值，出现及其罕见的绝佳的投资机会，所以，不难理解“好价格”总会在沙漠之花、隐形冠军、拐点公司这 3 种类型的公司中出现，抓住这类行业中符合好生意好公司的股票，就抓住真正的高成长股，**这也是彼得·林奇寻找 Tenbaggers 十倍股的神髓**。（我一直认为我们投资者应该把更多的精力放在寻找那些被市场抛弃的冷门行业中的优秀公司，而不是去寻找热门的你搞不懂的高科技公司，所以这也是我研究的重点，因此将在第八章重点介绍这几类公司在国内上市公司中的投资机会）。

投资者要有最后还要说一点，我们要重点关注那些在增持或回购股票的公司，这往往是一个好价格出现的信号，预示着公司被低估了。

2.4.4 其他因素

投资者要有良好的心态和正确的态度。犯错是难免的，重要的是尽快勇于承认错误。对于看对的股票要学会不止盈，让利润奔跑。投资有时难免会靠运气，但长期而言，好运、倒霉会相抵，想要持续成功，必须靠技能和运用良好的原则。和人类其他活动一样，想要成功，必须努力工作，勤奋不懈，诚信正直。

2.4.5 关于偏见和误解

与价值投资一样，大多数投资者对成长股投资存在严重的偏见和误解。总结如下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 成长股重点不在于选择宏观的行业，而在于选择微观的公司

投资者普遍认为成长股是在热门行业中诞生，比如长期热门的消费、医药、科技三大行业（近些年来投资者更是把成长股普遍与互联网、TMT、生物医药等新经济产业联系起来），这是严重的误区。关于这一个误区前面也已经多次谈到。不可否认，在成长性高、未来前景好的行业里公司更容易获得高成长，但这并不意味着只有热门的行业才能诞生好公司（过去 50 年，美股的大牛股大多数都在消费公司里，而消费行业并不算是热门的高增长行业，就算统计 2000 年后，热门行业的科技公司和其他行业在涨幅榜上也是平分秋色的，并没有热门行业大幅垄断涨幅榜的情况出现）。另外，一些热门行业的高成长公司可能是一个巨大的陷阱，因为行业的供给端扩张比需求要快，这样的热门行业根本不是长久的好生意，只能是昙花一现。我始终认为，**公司想要在一个低增速的行业里争取到更大的市场份额要远比在一个迅速增长的行业里费尽气力保住日渐萎缩的市场份额来得容易得多。**

从另一个角度看，成长股另一位大师普莱斯认为，即便是夕阳行业的夕阳公司，只要公司敢于变革，脱胎换骨后找到了新的产品或盈利模式，公司再次进入新的成长期，不管是新产品的开发还是老产品有了新用途，也一样可以成为成长股。所以在这一点上，我们千万不能以偏概全，一概而论。

2. 成长股不一定和市值大小挂钩

投资者的一个严重误区（特别是中国）是认为成长股的筛选条件一定是公司要小，股本小、市值小，才有成长的空间，但市值小只是充分条件，并不是必要条件，大市值的蓝筹股同样可以保持成长性。并且，在一些细分行业小公司面临激烈的竞争，前面介绍过，热门行业的公司就算有技术有市场也可能会被淘汰，更不用说没有很高壁垒的小公司了。另外，细分行业获得比较滋润的公司也可能面临行业太小、成长空间有限的局面，如果不跨界突破很难成为大公司。相比较，一些大市值公司如果具有很高的壁垒，同样有持续竞争力。典型的例子如沃尔玛、可口可乐，它们在进入成熟期后仍然保持了数十年的竞争力，成为高成长的蓝筹公司，从大市值变为更大的市值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 真伪成长之分

从历史经验看，多数成长股只是昙花一现，这些企业往往是因为站在了行业的风口才有的高成长，这种高成长只能保持很短的时间。不管是从商业规律还是历史数据来看，真正能够脱颖而出从小公司成长为大公司的股票寥寥无几，一只伟大的成长股的背后是千万失败的小公司。所以，大多数成长股都是属于伪成长股，他们的成功并不是因为自身具有很高的壁垒或持续市场竞争，往往只能是昙花一现（在第六章“好公司”中将详细介绍真伪成长股之分）。很多人至今仍搞不清楚真伪成长股之分。

4. 成长并非越快越好，成长也是有极限的

巴菲特说过：“在一个有限的世界里，高增长率必定自我毁灭。如果这种增长的基数小，那么在一段时间内这条定律不一定奏效。但如果基数已经开始膨胀，那么高增长率最终会压扁它自己。”所以不要一味地追求企业成长。投资者随时都要有清醒的意识，即公司高速成长本身或许就同时意味着高速地奔向毁灭。另外，成长股也是有天花板的，从美国成长股的研究来看，每只成长股都只有一个明显持续的快速增长阶段，经过成长期后，营业收入很难再保持大于20%增速。成长股的利润拐点和营业收入拐点存在明显相关性。总之，成长股投资并不能盲目追求高成长而不看公司所处的发展阶段。

附录：成长股投资大师语录

（1）避开热门行业里的热门股票。极度高速的盈利增长率是很难持续的，特别小心增长率高达 50%～100%的公司，一定要用怀疑的眼光进行分析，在低增长甚至不增长的行业中寻找成长速度适中的公司（20%～25%），被冷落，不再增长的行业里的好公司总会是大赢家。

（2）比较市盈率与盈利增长率（peg）。具有良好成长性的公司市盈率一般较高。一个有效的评估方法就是比较公司市盈率和盈利增长率。市盈率为历史盈利增长率一半被认为是较有吸引力的，而这个比值高于 2 就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太妙了。彼得·林奇调整了评估方法，除盈利增长率外，他还将股息生息率考虑在内。这个调整认可了股息对投资者所得利润的补偿价值。具体计算方法：用市盈率除以盈利增长率与股息生息率之和。调整后，比率高于1被排除，低于0.5较有吸引力。

（3）个别投资人的优势在于他没有时间压力，可以仔细思考，等待最好时机。如果要他每个星期或每个月都要买卖股票，他肯定会发疯的。

（4）一般消息来源者所讲的与他实际知道的有很大的差异，因此，在对投资方向作出选择之前，一定要深入了解并考察公司，做到有的放矢。

（5）为了赚钱，我们可以这样假设，他敢买进必定是对他所看到事物有信心。而一个面临内部人员大量收购压力的公司很少会倒闭。

（6）最恐怖的陷阱就是买到令人振奋却没有盈余的公司股票，以及便宜的统计数字。

（7）不相信理论、不靠市场预测、不靠技术分析，靠信息灵通，靠调查研究。

（8）试图跟随市场节奏，你会发现自己总是在市场即将反转时退出市场，而在市场升到顶部时介入市场。人们会认为碰到这样的事是因为自己不走运，实际上，这只是因为他们想入非非。没有人能够比市场精明，人们还认为，在股市大跌或回调时投资股票是很危险的。其实此时只有卖股才是危险的，他们忘记了另一种危险，踏空的危险，即在股市飞涨的时候手中没有股票（人性是最难克服的，这才是最重要的技术分析）。

（9）股票价格与公司盈利能力直接相关，经常被忽视，甚至老练的投资人也忽视不见。观看行情接收器的人开始认为股票价格有其自身的运动规律，他们跟随价格的涨落，研究交易模式，把价格波动绘成图形，在本应关注公司收益时，他们却试图理解市场在做什么。股价和公司的盈利情况甚至在几年内都会背离，但长久看一定100%一致（投机者和投资者最大的区别）。

（10）投资成功的关键之一：把注意力集中在公司上而不是股票上。

（11）关注一定数量的企业，并把自己的交易限制在这些股票上，是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种很好的策略。每买进一种股票，你应当对这个行业及该公司在其中的地位有所了解，对它在经济萧条时的应对、影响收益的因素都要有所了解。

（12）一些人总在等着牛市或者熊市的铃声响起，但是它从不会响起。记住，事情从来不会十分明朗，一旦明朗早已为时太晚（投资的难点不在于搞清已经发生的事实，或者等待明朗的信号出现，而是比谁看得更准和更远）。

（13）如果你打算在行业成功复苏阶段持有一只股票，你应该选择一家税前利润率相对较低的公司。

（14）在某些年份里，你能够获得 30%的收益率，但在其他年份里，你可能只有 2%的投资收益率，甚至可能会亏损 20%，这正是投资世界的基本规律之一，你别无选择只能接受。长期来看，能从股票中获得 15%的复利投资收益率就不错了。

（15）投资者应该尽可能多地持有符合以下条件的股票：

①你个人工作或者生活的经验使你对这家公司有着特别深入的了解。

②通过一系列的标准进行检查，你发现这家公司有令人兴奋的远大发展前景。

（16）与周期型股票在周期将要结束时，市盈率会越来越低完全不同，快速增长型公司的股票会越来越高，甚至可能会高到不可思议。（彼得·林奇拿雅芳举例，说雅芳在市盈率 50 倍的时候，任何一个四年级小学生都看出此时该卖出股票了。雅芳计划销售 10 亿瓶香水？这怎么可能实现呢？果真如此的话，美国每两个家庭主妇中就要有一个是雅芳销售业务代表。投资者要想清楚，市盈率支撑的股价，是通过公司目前的销售在几年里可以实现的吗？）

（17）关于股价最愚蠢的说法如下：

①股价已经下跌了这么多，不会再跌了！

②股价已经这么高了，怎么可能再涨呢？！

③股价只有 3 元，我能亏多少呢？

④股价最终会涨回来的。

⑤黎明前总是最黑暗的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⑥股价涨了，我选的总是对的！股价跌了，我又选错了！

（18）一个钟情于计算，沉迷于资产负债表而不能自拔的投资者，多半不能成功。

（19）费雪的十不原则：

①不买处于创业阶段的公司。

②不要因为一只好股票在未上市交易，就弃之不顾。

③不要因为你喜欢某公司年报的格调，就去买该公司的股票。

④不要因为一家公司的本益比高，便表示未来的盈余成长已大致反映在价格上。

⑤不要锱铢必较。

⑥不要过度强调分散投资。

⑦不要担心在战争阴影笼罩下买进股票。

⑧不要忘了你的吉尔伯特和沙利文。

⑨买进真正优秀的成长股时，除了要考虑价格，不要忘了时机因素。

⑩不要随群众起舞。

（20）成长股开始走下坡路时，一般都会显示出“杠杆效应”：净利润的下降速度要远快于单位销售量的下降速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 03

成功的趋势投资/投机者的成功要素

在中国的投资界里，大部分人在大部分的时间里都把趋势投资和投机赌博划等号，这其实是非常严重的误区和偏见，一些优秀伟大的趋势投资者，他们拥有的能力不仅仅是顺应市场趋势的能力。本章将深入剖析一下那些伟大的趋势投资者们的共性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.1 趋势投资/投机者的代表人物

1. 杰西·利弗莫尔

杰西·利弗莫尔是20世纪20年代纽约华尔街的传奇人物，尽管杰西·利弗莫尔最终没能善终，破产自杀身亡，但无论是他的追随者还是劲敌都不得不承认杰西·利弗莫尔是有史以来最伟大的股市操盘手。他从一无所有的股票经纪行的计价员，到1929年股市大崩盘中获利1亿美元站上人生巅峰，演绎了一段传奇人生。杰西·利弗莫尔可称为趋势投机派的鼻祖。

2. 威廉·欧奈尔

1963年欧奈尔创立了自己的公司，并买下纽约证券交易所的交易席位。年仅30岁，创下最年轻拥有纽约证券交易所交易席位的纪录。他以CANSLIM的方法进行实际投资，创下在26个月内大赚20倍的纪录。

3. 乔治·索罗斯

乔治·索罗斯是近代投资史上的传奇人物。1968年创立“第一老鹰基金”，1993年登上华尔街百大富豪榜首，1992年狙击英镑净赚20亿美元，1997年狙击泰铢，掀起亚洲金融风暴。从1969年建立“量子基金”至今，他创下了令人难以置信的业绩，平均每年30%～35%的复合收益率震古烁今。

3.2 趋势投资大师的投资理念

估计看到本章有人会好奇，为什么会有趋势投机这一章？难道投机不是赌博吗？我们来看看投机大师们他们的思路和投资的案例。破除投资者对趋势投机者的偏见（特别是价值投资者）。

3.2.1 杰西·利弗莫尔的投资理念

利弗莫尔是如何看待投机者的？他曾在自己的书中强调过6点（和普遍群众思维中的投机者定义不同，他提出的几点甚至都是反投机的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，并非每个人都适合操作股票、期货。那些愚昧、懒惰、情绪不稳定（尤其是想一夜致富的人），不适合从事这一行。冷静的头脑是操作成功的关键素质，控制情绪、拥有经济学和景气状况基本面的知识（投机是建立在对宏观大势和微观企业的了解上的，因为他们对股价会造成重大的影响）、保持耐性，这几点是一个成功的投资/投机者的首要条件。

第二，频繁交易（每天或者每个星期操作）注定不会取得太大的成功。操作股票获利的时机有许多，但有些时候，应该缩手不动，绝不操作。当市场缺乏大好机会，经常休息和度假是很明智的选择。因为在纷纭的市场中，有时退居场边当一个旁观者，可以比日复一日不断观察小波动，更能看清重大的变化。

第三，集中全力操作新多头市场中的领先股，即先等市场确认哪些股票是领先股——通常是涨势最强的股，再进场操作。

第四，试探性操作策略和金字塔操作策略。进场操作之前，最明智的做法是先了解大盘的趋势。该策略在实际着手买进前，决定好到底买多少股是很重要的一件事。先建立一个小头寸，测试一下那只股票。这就是试探性操作策略，目的是观察初步的研究是否正确。如果股价走势符合规划的方式，就买入更多，但陆续买进的股票，价位一定越来越高，这一做法就是金字塔操作策略（在股票上涨途中加码经营）。这一策略在当时听起来十分离经叛道，因为大部分人认为，要买到便宜货，应该逢低承接，而不是越买越高才对。但利弗莫尔认为，如果走势证明交易是对的，应该放手买进更多。所以他总是在价格上涨途中，执行逢高摊平操作，而不是下跌时逢低摊平。

第五，尽速认赔出场。保护自己，不受错误的决定太大的影响。

第六，不要轻易听信别人的小道消息和内幕信息。做好自己的家庭功课，只看事实，了解基本面。

对于不熟悉利弗莫尔的人来说，以上 6 点可谓让人大跌眼镜，其中第一、第二、第六都颠覆了传统投机的定义。**利弗莫尔告诉了我们他的投资理念是：不会把投资/投机当作赌博，不频繁交易，要不断地了解基本面，**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解市场趋势背后是人性的组成（人们的印象中似乎利弗莫尔对细分公司的基本面似乎不太关注，主要是他经常赌得很大，看的自然宏观，另外抛开股票标的不看，利弗莫尔对期货的基本面研究是非常深入的）。

利弗莫尔虽然最终以破产自杀告终，但他的投机理念和对市场的嗅觉值得我们每一个人学习。时间回到 1929 年，让我们简单回顾一下他在生涯巅峰时的理念和操作。

在 1929 年的整个夏季直到秋天，美国经济持续高涨。人们都把这个时候叫好时光。注入华尔街的资金越来越多，股市也水涨船高。

但是赫伯特·胡佛当上总统时，利弗莫尔并没有像众人那样盲目乐观。利弗莫尔感到，这个国家经济开始充满不确定性。现在股票市场出现了他从没见过的状况，简直好到难以相信的程度。他竭力要从这种经济大好形势中看出真情，于是努力搜阅金融报刊，并把自己的情报来源和报刊上的分析相互比较。利弗莫尔预测出美国的工业即将走入困境，美国的银行业也即将走入困境，**他判断的逻辑是：国家贫富差距过大，人民购买力低于生产能力，同时信贷消费过度膨胀，带来股票投机过度，造成经济虚假繁荣。最重要的是，胡佛总统在任期间倡导自由放任的经济思想，使整个社会生产处于无政府管制的状态，市场的无效性加剧了经济危机的出现。**

利弗莫尔相信，美国的股票市场将会出现一个前所未有的大熊市，股市指数将会暴跌。

1929 年 9 月来了首次信号。这时候利弗莫尔从报纸上看到一条消息：英国人正为他们的货币担心。英国出现了一个前所未有的哈特雷金融诈骗案。消息传到美国，利弗莫尔对于英格兰银行为何不采取补救措施感到大惑不解。或许他们不救是因为无能为力吗？困惑不明的利弗莫尔要他的英国“间谍”探明情况。“间谍”们通知利弗莫尔，英国银行准备提高利率。利弗莫尔还得知，美国联邦储备银行也打算把利率提高 1 个百分点。利弗莫尔判断，银行利率一提高，许多人就把钱拿去存银行了，这样一来，股市的资金就会大大减少。而且，接着就会出现抛售股票的浪潮。抛的人多买的人少，看来股价必定下跌无疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场此时也已经发出了崩盘在即的信号。领先股已经停止再创新高，开始进入横盘。有经验的投资者开始逢高抛售。而且，几乎人人都能赚上10%，人人都在高谈股票经，都认为自己是股市专家。这种过热现象即是明显的信号：当人人都已投身股市，显然就再也没有更多的买盘力道，无法将市场继续推向新高。

于是，利弗莫尔倾所有资金放空股票，随后 10 月 24 日，美国纽约股市出现大暴跌（下跌 12.8%），这也成为世界近代经济史上最持久、最严重的一场经济危机的导火索。各国工业生产剧烈下降，各国企业大批破产，失业人数激增，失业率高达 30%以上。各国相继发生了深刻的货币信用危机，货币纷纷贬值，相继废止了金本位制，资本主义国际金融陷入混乱之中。而此时利弗莫尔却大赚特赚，总共赚进了 1 亿美元（当时美国一年税收也才约 42 亿美元）。最后连美国政府和 JP.摩根都不得不亲自出面，恳求他不要继续做空了。

大家还认为杰西·利弗莫尔是一个彻底的投机者吗？

3.2.2 威廉·欧奈尔的投资理念

欧奈尔在当时可以说是第一个将“基本面投资”和“技术面投资”统一的那么完整的人。根据欧奈尔的 CANSLIM 投资法则，首先你要选取具有盈利成长性的股票，建立一个成长型股票池，然后，在买卖时机上，则根据技术分析中的量价关系，买入市场中刚刚启动突破新高的强势股。

具体来看看欧奈尔的 CANSLIM 选股模型，每一个字母代表着一个特征：

（1）C= Current quarterly earnings per share　当季每股收益

欧奈尔通过对股票市场最成功的公司的研究发现，这些公司在股价大幅度上涨之前，当季每股收益都有大幅度的增长（25%或 30%）。

（2）A=Annual earning increases 每股收益年度增长率

在欧奈尔的研究中，那些大牛股除了有当前收益增长的强势记录外，还有一个重要的特征是每股收益每年也保持增长。一只股票如果在过去几年或几个季度保持着较高的季度每股收益，那么这只股票可能成为大牛股。建议投资那些在过去 3 年里每年增长率为 25%的强势公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）N= New products,New management,New highs 新产品、新管理层、股价创新高。

新产品、新管理层意味着公司可能走上新的增长之路。至于那些看上去股价太高、风险好像很大的股票往往能再创新高，而那些看上去便宜的股票经常是继续下跌。欧奈尔建议关注伴随着成交量巨额放大创出股价新高的股票（这一点我并不认同）。

（4）S= Supply and demand 供给与需求。

欧奈尔认为，在评估股票市场上的供需关系时，成交量是一个最佳指标。一旦股票自底部整理形态向上突破之后，日成交量应该较正常水准至少高出 50%。欧奈尔同时认为，小盘股由于股数相对较小，市值小，容易受到资金的关照。

欧奈尔的通过量能来判断趋势这一点我很认可，因为成交量就是市场资金变化的直观体现。

（5）L= Leader or laggard 领涨股还是落后股。

欧奈尔建议用相对价格强度来识别股市领涨者。相对价格强度把股票的表现和整个股市进行比较。欧奈尔建议不要买相对价格强度低于 70%的任何一只股票，只寻找相对价格强度排列在 80%或更靠前的股票——比所有股票的 80%表现都要好。领涨股包括两类股票：业务龙头或走势的龙头。

（6）I= Institutional sponsorship 机构投资者的认同度。

欧奈尔认为，一只表现很好的股票不需要大量的机构投资者眷顾，但至少应该有几家。一只股票拥有机构投资者数目的最小合理值应当是 10 家，尽管大多数股票拥有的机构投资者数量远远大于 10 家。如果一只股票缺乏机构投资者的认同，那么一般来说它的业绩表现就会非常一般。即使一只股票只被上千机构投资者中的少数几家光顾，而且后来证实他们的买进决策是错误的，但大量客观的买进仍会推动该股价格大幅上升。欧奈尔建议，个人投资者应当投资以下两类股票：一是那些至少由几家优秀的机构投资者（其业绩超过市场近期平均业绩）持有的股票；二是在最近几个季度内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有某只股票的机构投资者数量明显增多的股票。要充分利用机构认同这一因素，并将其作为决定是否买入一只股票时绝对重要的工具。

（7）M= Market direction　判断市场走向。

欧奈尔认为你很难与整个大盘走势为敌，因此判断你正处于牛市还是熊市是非常重要的。

关于欧奈尔对买入趋势的理解，我想说一下我个人的看法，我并不认同 CANSLIM 的一些选股准则，因为 CANSLIM 法则简而言之就是：追求业绩涨（基本面涨）和股价涨（市场认可）的双击，这种方法在大势好的时候很奏效，但是在震荡市或者熊市（经济不好）中，这样的策略就会出现危机（预期太高，一旦业绩没有持续高成长，股价和估值会同时下滑，形成双杀），CANSLIM 最大的风险在于一旦在高位买入那些成长进入瓶颈的公司，将会面临双杀。此外，CANSLIM 法则对困境反转的企业无效，因为拐点股过去几个季度的财务指标通常不理想，或财务指标上才开始出现见底的迹象，而股价更是经历一轮大跌或持续在底部低迷，这都不符合 CANSLIM 的要求。而对于欧奈尔推崇的新高右侧买入，我也不认可，市场趋势是否能延续或者出现拐点应该是由市场情绪、资金偏好、安全边际共同主导的，而非简单的由股价走势图或放量突破主导的，市场资金的看法只是其中一部分，但不是全部（关于此本书下篇会详细介绍，上篇主要以介绍大师们的投资理念为主）。

不过，虽然我不认可欧奈尔对于个股买点的看法，但我认为欧奈尔的思维方向是正确的，即便是趋势投资者，也依然需要通过基本面选择好的公司。

3.2.3 乔治·索罗斯的投资理念

相比较前两位，索罗斯的理念是最有价值的，我认为不论是什么风格的投资者想要成功就一定要理解索罗斯的理念，值得我们学习。

索罗斯理论以“反射性”和“趋势强化”理念为基础。通过对人性弱点（羊群效应）及对市场资金动向的准确把握，顺着市场的趋势（甚至操纵市场的趋势）来获得利润。索罗斯认为，公司与股价的关系不是简单的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身体与影子关系，股价不是公司经营状况的被动反映，两者其实是相互影响的。而将两者联系在一起的，是人们的预期（情绪）。股票市场具有预言自我实现的功能。影响股价波动的核心因素不是公司基本面，而是人们对基本面的预期。

在介绍索罗斯的投资理念之前不得不先说说索罗斯的哲学观。“反射性”事实上是索罗斯所提出的一个哲学概念。索罗斯在大学时代，深受其导师卡尔·波普尔的证伪主义哲学的影响，在此基础上他提出了反射性原理，同时将这一原理应用于他的金融证券实践。索罗斯认为**人类认知活动具有的本质的不完备性。人们只能在一个不断批判的过程中接近真理，在这个过程中的一切判断都只是暂时有效的，并且都证伪的对象。**这个结论既对他的哲学观也对他观察金融市场的角度影响深远。

索罗斯演绎出这样一个逻辑：当一个人试图去探究他本人所在的环境时，他的所知不能称其为认识。因为人类的认识存在缺陷，那么他能做的最实际的事就是关注人类对所有事物的那些存有缺漏和扭曲的认识。这个逻辑后来构成了他的金融战略的核心。

于是在这样的逻辑下，索罗斯创建了市场反射性理论，简单来说，反射理论的中心思想是：人从不能正确认识市场，总有偏见。因此市场一直在波动，价格的波动受人们的偏见所左右，价格反过来又成为左右市场的基本因素。市场参与者的思想和他们所参与的事态都不具有完全的独立性，二者之间不但相互作用，而且相互决定，不存在任何对称或对应。市场的思维（情绪）改变了事件，事件的改变又反过来影响市场情绪。

索罗斯是市场无效派的拥护者，因为反射理论是建立在市场参与者对市场的认识是有限的前提下。首先，由于人性的缺点和世界的不断变化，没有人可以对这个不断变化的世界有完全正确的认知，所以大部分人对市场的认识是有偏见的；其次，市场参与者的偏见，不仅仅来自参与者自身对所有市场信息不能全部获得，更主要的是来自参与者的认识与他的认识对象之间的反射联系。参与者本身不独立于事件之外，投资者所做的决定对整个事件本身也会有影响，使市场一直处在一个动态的波动中。我们现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的分析工具不可能准确预测股价走势和坐标位置。市场参与者的偏见和认知缺陷导致市场运行并非有效理性。市场的定价往往是错误的，不能反映其真实的价值。同时，人们带着偏见进入市场，偏见所形成的“群羊效应”不断影响着市场的发展。市场的趋势又反过来进一步加重人们的偏见，使市场偏离的更加厉害——认知和现实间出现双向的回馈，这种“趋势强化”的行为对“清醒的旁观者”极为有利。

索罗斯认为市场的真正价值在于它给人们提供了一个标准，使市场的参与者据此认识，发现自己的错误。从而相对说来比较及时地做出调整，或者说，市场提供了评价参与者的期望，决策。并使之有机会比较及时地调整的反馈机制。

反射性理论很容易解释股票的投资。投资大众热情参与的行为自然会影响股价的涨升，而当涨升的意念形成后，又作用于股价，股价却不一定按大众意识的形成态势发展，往往令人失望地发生偏差性演变。当投资大众悲观退出，股价也许又意外地飙升、震荡。股票的价格取决于两个因素：基本趋势和主流偏向，这两者又受股票价格的影响。所谓主流偏向，索罗斯的解释是：市场中存在着为数众多的参与者，他们的观点必定是各不相同的，其中许多偏向彼此抵消了，剩下的就是“主流偏向”。索罗斯给出了一张关于利润和股价之间的变化趋势图。该图堪称为经典（具体解读放在“好价格”一章）。

主流偏向可以是产业资本、机构投资者、券商、私募，甚至散户，包含了资金对个股或整个市场的偏好（所谓偏好就是认知和预期，比如公司前景如何、估值是否合理、有没有价值回归的机会、是否适合炒作等）。对股价有决定影响作用的“主流偏向”也可以解释为 “主力资金”、“庄家”等耳熟能详的称呼。其实大家口中所谓的主力资金实际上就是“有意或者无意的、偶然或者必然情况下发生的股票价格的操纵行为主体”。

索罗斯的具体做法是：在判断市场趋势将要转向之前，自己买入巨额资金引诱市场参与者一并狂热买进，从而进一步带动市场价格上扬，直至价格走向疯狂。同样的，在市场趋势转向之前（崩溃），率先带头做空，此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时市场脆弱不堪，任何风吹草动都会引发恐慌性抛售，羊群效应进一步加剧了下跌，最终导致崩盘。市场在暴涨和暴跌之间不断循环。当然在此过程中必须要有严格的纪律。比如，索罗斯从不预测市场，而是选择在市场机会临近时，主动出击引导市场。所以耐心等待时机很重要，时机出现时就要全力出击。

索罗斯利用这种操纵手段，恰到好处地实施“坐庄”的战略，或者准确适时地把握了“跟庄”的机会。这就是他“狙击全世界”、称雄全世界金融和股票市场的技巧和手段。

这一系列对市场哲学的思考，成就了索罗斯光辉的一生。

在这里我要强烈推荐大家阅读索罗斯的《金融炼金术》，虽然此书语言极为晦涩难懂，甚至会让你觉得是翻译有问题。但绝对是一本好书。

3.2.4 趋势投资的误区

与成长投资、价值投资一样，多数投资者对趋势投资或投机存在偏见和误解，他们只是片面地理解了索罗斯这些大师的理论，自以为是一名趋势投资者，事实上多数人仅仅只是赌博者。我们根本不需要分析索罗斯那本晦涩难懂的著作，甚至只要简单地分析一下索罗斯的经典语录，就可以消除很多偏见和误区。

（1）索罗斯认为市场参与者的偏见不仅决定市场价格，而且还影响到“基本面”，从而反射理论将发挥作用。一旦觉察到基本面受影响，则能快人一步。

评：首先你要搞明白一个标的的基本面，然后你还要搞明白市场对它的预期，这样你才能在市场疯狂时成为一个没有偏见的“旁观者”。在基本面发生时你能快人一步做出行动。所以基本面不论是对索罗斯还是利弗莫尔这样彻底的投机者，都是非常重要的。

（2）最难判断的事情是：风险达到什么水平是安全的。风险是你遭受损失的可能性。有三种情况必须要面对：有时你知道风险事件的自然特性和可能性（比如扔硬币）；有时候你只知道这个事件的特性，但不知道其可能性（比如一只指定股票 20 年内的价格）；有时候你甚至连未来可能伤害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到自己的事件特性都不清楚（比如恶性黑天鹅事件）。

评：就算是赌博，也同样要进行风险评估，也就是 Value at Risk，你要明白你的一笔投资潜在的风险损失是多少，值不值得你去投资，那么如果计算风险是多大？这难道不就是安全边际吗？所以趋势投资和价值投资是对立的吗？

（3）想要“安全”，最好的方法就是要有一个“安全边际”。索罗斯非常关注“预期内价值”。预期内价值相当于潜在投资结果的平均权重价值。一个与大多数人不同的投资理念只有在预期内价值积极的时候才是明智的。

评：投机也要强调安全边际，因为投机≠赌博。

（4）你正确或错误并不是最重要的，最重要的是你正确的时候能赚多少钱、错误的时候会亏多少钱。对于一个投资者最重要的事是“正确性的量级”，而不是“正确的频率”有多高。如果在一个赌注中你赢的概率足够大，那么就大举下注。当索罗斯觉得他自己是正确的时候，几乎没哪个投资者能够比他下更大的注。

评：论资产合理配置的重要性。这一点不论什么样的投资派别都是一样的。

（5）如果投资是种娱乐消遣，如果你从中得到了乐趣，那你可能没有赚到什么钱。真正好的投资都是无聊的。如果你因为投资而非常兴奋，那么你可能是在赌博，而非投资。最好别把自己当赌客，而不把自己当赌客的最好方式就是：只在概率有利于你的时候下注。

评：趋势投资是无聊的！这又颠覆了很多人的“信仰”，难道不是价值投资才是无聊的吗？不，索罗斯告诉你，其实任何一笔好的投资都是无聊的，因为你需要漫长的研究、耐心地等待买入的机会、买入后漫长的等待……除非你把自己当成一个赌徒，你的投资才可能是多姿多彩的。

（6）反射性：它表示参与者的思想和他们所参与的事态都不具有完全的独立性，二者之间不但相互作用，而且相互决定，不存在任何对称或对应。

评：只要真正理解透了反射性，就不难发现，用传统的技术分析的方法来分析股票未来的走势，会使投资者陷入误区。因为通过各种技术指标（如波浪理论，K 线各种组合）的买卖行为本身就影响了指标，你就是市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的一部分。所以索罗斯作为一个投机派的代表人物，用反射性这个理论彻底否认了传统的看 K 线图数浪型等一系列技术分析。

（7）我富有只是因为我知道我什么时候错了。我基本上都是因为意识到自己的错误而‘幸存’下来的。我们应该意识到人类就是这样：错了并不丢脸，不能改正自己的错误才丢脸。

评：正确地认识幸存者这个问题，不能形成幸存者偏差。

综上所述，可见索罗斯作为真正的趋势投资大师，不断地强调了基本面、安全边际、市场情绪、资金偏好等，无非也就是在重复：好生意（股票也好期货也好，都要找到明确方向的标的，不论多空都要符合好生意的标准）、好品种（好的标的是指不论多还是空，都是明确的）、好价格（这一点无须多说）。相比之下，大多数的散户投资者甚至算不上投机，都是可笑的技术分析和幸存者偏差罢了。

3.3 趋势投资大师的投资案例

关于投机历史上的著名案例太多了，比如最著名的郁金香泡沫，南海股票泡沫等，这里只列举了近代金融史上索罗斯的一些趋势/价值投机案例。

3.3.1 量子基金成立之前

索罗斯和罗杰斯与 1973 年分别离开 Arilhod&S. Bleichrocder 公司，共同创建了索罗斯基金管理公司。公司刚开始运作时只有三个人：索罗斯是交易员，罗杰斯是研究员，还有一人是秘书。索罗斯基金的规模虽然并不大，但由于是他们自己的公司，索罗斯和罗杰斯很投入。比如在 1973 年，当埃及和叙利亚大举入侵以色列时，由于以色列的武器装备技术已经过时，以色列遭到重创，付出了血的代价。索罗斯从这场战争联想到美国的武器装备也可能过时，美国国防部有可能会花费巨资用新式武器重新装备军队。于是罗杰斯开始与国防部官员和美国军工企业的承包商进行会谈，会谈的结果使索罗斯和罗杰斯更加确信这是一个绝好的投资良机。索罗斯基金开始投资诺斯罗普公司、联合飞机公司、格拉曼公司、洛克洛德公司等握有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量国防部订货合同的公司股票，这些投资为索罗斯基金带来了巨额利润。

而索罗斯除了正常的低价购买、高价卖出的投资招数以外，他还特别善于卖空。其中的经典案例就是索罗斯与雅芳化妆品公司的交易。为了达到卖空的目的，索罗斯以市价每股 120 美元借了雅芳化妆品公司 1 万股股份，一段时间后，该股票开始狂跌。两年以后，索罗斯以每股 20 美元的价格买回了雅芳化妆品公司的 1 万股股份。从这笔交易中，索罗斯以每股 100 美元的利润为基金赚了 100 万美元，几乎是 5 倍于投入的盈利。

正是由于索罗斯和罗杰斯超群的投资才能和默契的配合，他们没有一年是失败的，索罗斯基金呈量子般的增长，到 1980 年 12 月 31 日为止，索罗斯基金增长 3 365%。与标准普尔综合指数相比，后者同期仅增长 47%。

1979 年，索罗斯决定将公司更名为量子基金，来源于海森伯格量子力学的测不准定律。因为索罗斯认为市场总是处于不确定的状态，总是在波动。在不确定状态上投资，才能赚钱。

随着基金规模的扩大，索罗斯的事业蒸蒸日上，特别是 1980 年，该年度基金增长 102.6%，这是索罗斯和罗杰斯合作成绩最好的一年。此时，基金已增加到 3.81 亿美元，索罗斯个人也已跻身到亿万富翁的行列。但令人遗憾的是，罗杰斯此时却决定离开。在随后的一年，索罗斯遭受到了他金融生涯的一次大失败。索罗斯判断美国公债市场会出现一个较大的上升行情，于是用所借的银行短期贷款大量购入长期公债。但形势并未像索罗斯所预料的那样发展，相反，由于美国经济保持强势发展，银行利率在不断地快速攀升，已远远超过公债利率。这一年，索罗斯所持有的公债每股损失了 3～5 个百分点，量子基金的利润首次下降，下降程度达 22.9%。大批的投资者弃他而去，带走了公司近一半的资产约 1.93 亿美元。

索罗斯有一种被抛弃的感觉，他甚至曾想过要退出市场，去过一种平淡的生活。但索罗斯坚持了下来，重新定义了自己的投资理念，形成了此后的量子基金和自己的投资风格。

此后量子基金通过狙击英镑一战成名，时至今日——量子基金是 2013 年全球最为成功的对冲基金，狂揽 55 亿美元，回报率达 28.6%，这也令该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金重回史上最赚钱基金的宝座。

点评：从索罗斯职业生涯的早期不难看出，索罗斯和罗杰斯在一起就是传统的价值投资和成长投资，寻找那些被低估的或者有爆发性成长潜力的公司。在量子基金成立后，罗杰斯离开了索罗斯，索罗斯在经历一次失败后，风格开始有所转变，因为他知道自己更适合做一个交易者。但无论如何，索罗斯的投资体系中，依然强调宏观微观的基本面、个股的安全边际（好生意、好公司）。

3.3.2 狙击英镑，一战成名

1992 年，索罗斯成功地狙击英镑，使得惯于隐于幕后的他突然聚焦于世界公众面前，成为世界闻名的投资大师。此役可谓是一战成名。

英镑在 200 年来一直是世界的主要货币，原来采取金本位制，与黄金挂钩时，英镑在世界金融市场占据了极为重要的地位。只是第一次世界大战及 1929 年的股市大崩溃，才迫使英国政府放弃了金本位制而采取浮动制，英镑在世界市场的地位不断下降。而作为保障市场稳定的重要机构——英格兰银行，是英国金融体制的强大支柱，具有极为丰富的市场经验和强大的实力。从未有人胆敢对抗这一国家的金融体制，甚至想都未敢想过。

在 1990 年，英国加入西欧国家创立的新货币体系——欧洲汇率体系(简称 ERM)。该体系规定各国货币在不偏离欧共体“中央汇率”25%的范围内允许上下浮动，如果某一成员国货币汇率超出此范围，其他各国中央银行将采取行动出面干预。索罗斯认为英国犯了一个决定性的错误。欧共体成员国的经济发展不平衡，货币政策根本无法统一，各国货币受到本国利率和通货膨胀率的影响各不相同，因此某些时候，连保体系强迫各国中央银行做出违背他们意愿的行动，如在外汇交易强烈波动时，那些中央银行不得不买进疲软的货币，卖出坚挺的货币，以保持外汇市场稳定。

特别是在 1992 年 2 月 7 日，欧盟 12 个成员国签订了《马斯特里赫特条约》。这一条约使一些欧洲货币如英镑、意大利里拉等显然被高估，这些国家的中央银行将面临巨大的降息或贬值压力，它们能和经济实力雄厚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德国在有关经济政策方面保持协调一致吗？一旦这些国家市场发生动荡，它们无力抵御时，作为核心国的德国会牺牲自己的国家利益来帮助这些国家吗？索罗斯的天才就在于比别人更快地预见到未来的发展趋势。索罗斯早在《马斯特里赫特条约》签订之时已预见到欧洲汇率体系将会由于各国的经济实力以及各自的国家利益而很难保持协调一致。一旦构成欧洲汇率体系的一些“链条”出现松动，像他这样的投机者便会乘虚而入，对这些松动的“链条”发起进攻，而其他的潮流追随者也会闻风而动，使汇率更加摇摆不定。

果然，在《马斯特里赫特条约》签订不到一年的时间里，一些欧洲国家便很难协调各自的经济政策。当英国经济长期不景气，正陷于重重困难的情况下，英国不可能维持高利率的政策，要想刺激本国经济发展，唯一可行的方法就是降低利率。但假如德国的利率不下调，英国单方面下调利率，将会削弱英镑，迫使英国退出欧洲汇率体系。虽然英国首相梅杰一再申明英国将信守他在欧洲汇率体系下维持英镑价值的政策，但索罗斯及其他一些投机者在过去的几个月里却在不断扩大头寸的规模，为狙击英镑做准备。随着时间的推移，英国政府维持高利率的经济政策受到越来越大的压力，它请求德国联邦银行降低利率，但德国联邦银行却担心降息会导致国内通货膨胀并有可能引发经济崩溃，因此拒绝了英国降息的请求。英国经济日益衰退，英国政府需要贬值英镑，刺激出口，但英国政府却受到欧洲汇率体系的限制，必须勉力维持英镑对马克的汇价。事实上，英镑对马克的比价在不断地下跌。英国政府为了防止投机者使英镑对马克的比价低于欧洲汇率体系中所规定的下限，下令英格兰银行购入 33 亿英镑来干预市场。但政府的干预并未产生好的预期，这使得索罗斯更加坚信自己以前的判断，他决定在危机凸现时出击。

1992 年 9 月，德国中央银行行长在《华尔街日报》上发表了一篇文章，文章中提到，欧洲货币体制的不稳定只有通过货币贬值才能解决。索罗斯预感到，德国人准备撤退了，马克不再支持英镑，于是 1992 年 9 月，索罗斯开始进攻欧洲汇率体系中那些疲软的货币，其中包括英镑、意大利里拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等。索罗斯及一些长期进行套汇经营的共同基金和跨国公司在市场上抛售疲软的欧洲货币，使得这些国家的中央银行不得不斥巨资来支持各自的货币价值。

英国政府计划从国际银行组织借入资金，用来阻止英镑继续贬值，但犹如杯水车薪。索罗斯旗下的量子基金以5%的保证金方式大笔借贷英镑，购买马克。他的策略是：当英镑汇率未跌之前用英镑买马克，当英镑汇率暴跌后卖出一部分马克即可还掉当初借贷的英镑，剩下的就是净赚。在此次行动中，索罗斯的量子基金卖空了相当于70亿美元的英镑，买进了相当于60亿美元的马克，在一个多月时间内净赚15亿美元，而欧洲各国中央银行共计损失了60亿美元，事件以英镑在1个月内汇率下挫20%而告终。英格兰银行终于向国际投机者投降，宣布无力维持英镑的汇率，英镑只能退出欧洲汇率机制。英国人把1992年的9月15日——退出欧洲汇率体系的日子称作黑色星期三。

索罗斯无疑是这场袭击英镑行动中最大的赢家，被《经济学家》杂志称为“打垮了英格兰银行的人”。在这次英镑狙击战中，索罗斯总利润高达20亿美元，在这一年，索罗斯的基金增长了67.5%。他个人也因为净赚6.5亿美元而荣登《金融世界》杂志的华尔街收入排名表的榜首。

3.3.3 东南亚金融危机

1997年，索罗斯认为，东南亚国家劳动力素质低下、贸易收支恶化、通货膨胀上扬，正面临经济过热的危险；而且，这些国家又因超额生产能力、企业债台高筑及缺乏高等教育和技术劳工等，将遭遇“成长性的衰退”。由于经济快速成长，东南亚企业普遍高估房地产供给、制造业的产能和公司人员规模，因此造成了“乐观的错误”推波助澜，火上浇油。

索罗斯正是发现了这些国家的经济在表面上看异常繁荣，但是却存在大量的泡沫，泰国人把大量的金钱用来购买美国国债和美国的房产，但是国家在基础建设和工业上的投资却十分低，而房地产价格也一路上升，股票市场同样是一片繁荣。为什么他首战选择泰国，是因为泰国的金融管制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在东南亚国家中是最为宽松的。

1997 年 2 月，索罗斯悄悄地向东南亚诸国宣战了。7 月，量子基金大量卖空泰铢，迫使泰国放弃维持已久的与美元挂钩的固定汇率而实行自由浮动，从而引发了一场泰国金融市场前所未有的危机。7 月 2 日泰铢失手。泰国 390 亿美元外汇储备耗尽，泰铢被迫自由浮动，泰铢兑美元汇率从 25 跌到 60，泰国随即出现挤兑风潮，大量银行倒闭，金融危机全面爆发，导致总理差瓦列下台，央行行长伦差 • 马拉甲辞职。

点评：与狙击英镑一样，索罗斯狙击泰国也是从东南亚经济恶化的基本面出发的，这也一再说明了：不论是投机还是投资，都是要在大方向大逻辑正确的基础上进行的大概率事件，而不是无差别的赌博。

3.3.4 香港世纪之战

1997 年香港回归。此时东南金融危机仍在发酵中，以索罗斯为首的国际投机大鳄们转向刚刚回归中国的香港。1997 年 10 月的香港貌似平静，实际上硝烟四起。国际投机者悄悄向港币发动了袭击，矛头直指香港的联系汇率制。香港自 1983 年 10 月开始实施联系汇率制，缘于其经济一向依赖进出口贸易，货币绑定在美元上利大于弊，甚至还可坐收渔翁之利。香港金融管理局只要维持港币兑换美元汇率不变即可。其实，联系汇率制虽然有利于进出口贸易，但往往容易忽视利率调整。不过，即使外汇大量涌入或者出逃，监管局只需进场干预使之汇率不变，增加或减少货币的供应就可以改变利率水平。联系汇率制是以利率作为人质的调控体系。政府只需维持汇率，因为汇率不是由市场决定的，而且还往往操之于政府之手，偏离经济的基本面本身就是一种常态；当联系汇率制与发烧的股市相互映衬，飙涨的外汇市价和基本面之间的差距就是索罗斯等对冲基金赚取套利交易的天赐的良机。

“十月风暴”中，香港银行同业间的拆借率一度狂升了 300%，恒生指数和期货指数下泻 1 000 多点，国际投机炒家第一次大规模冲击香港市场便大获而归。而且，即使在“十月风暴”之后，港币又不断地遭受到多次小规模的狙击。炒家们在汇率、股市和期市之间的漏洞之间大肆投机，毫不避讳地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将香港称之为“超级提款机”。香港政府和金融管理局动用了有限的外汇储备进入外汇市场予以干预，又提高了银行间市场的短期利率。香港股市在汇价和银行短期利率高企的影响下，投机沽售力量的冲击使之大幅跌落。而中央政府也没有闲着，此时内地沪深两地股指虽然节节飙涨，但中央政府仍不惜一切代价将那些尚未在内地上市、利润丰厚的大型垄断国企推荐到香港上市，以低廉的发行价销售，唯一的条件就是必须使用港币交易。这一举措吸引了欧美投资者踊跃将美元换成港币，诸如 1.6 港币/股的中国石化股票就是明证。此时，价格的合理与否已经不甚重要；低价发行国企股票是否导致国有资产流失海外也无暇兼顾，目标就是力挺港币兑美元的稳定。

1998 年年初，印度尼西亚金融危机死灰复燃，愈演愈烈。国际货币基金组织为印度尼西亚开出的药方未能奏效。2 月 11 日，印度尼西亚政府宣布实行印尼盾与美元保持固定汇率的联系汇率制之后，遭到欧美国家的一致反对，国际货币基金组织扬言将撤回援助。印度尼西亚顿时陷入了政治经济大危机。东南亚汇市风云再起，新元、马币、泰铢、菲律宾比索等纷纷下跌。借此背景，国际投机炒家向香港发动第二轮攻击，索罗斯与国际投机三度冲击香港的联系汇率制。他们借人民币贬值的传闻动摇普通投资者对港元的信心，而在外汇市场又大肆抛售投机性的港元沽盘，同时向股市抛售股票压低恒生指数，在恒指期货市场累积大量淡仓，企图在汇市、股市、期市三个市场斩获其利。凌厉的攻势使恒生指数 8 月中旬一度跌至 6 600 点，港元兑美元的汇率迅速下跌，各大银行门前出现了蜂拥挤兑的人群。

8 月 14 日前，投机炒家们抛售了数百亿元港币，香港金管局动用政府财政储备如数吸纳，将汇市稳定在 7.75 港元兑 1 美元的水平；还将美元购进的港币存放回银行体系，使银行银根宽松，同业拆借率稳定；港股维持在 7 000 点以上大关。自 14 日起，中国香港特别行政区政府（以下简称香港特区政府）动辄调集了港币数十亿乃至数百亿，同时介入股市、期市、汇市。金管局首次动用外汇基金进入股市、期市，伺机收进蓝筹股票和期票，托升恒生指数；同时提高银行隔夜拆借率，围剿国际炒家；使之在抛空期指的作业中无利可图。8 月 24 日，香港特区政府再次主动出击，动用 50 亿港元入市干预；8 月 27 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

晚，大战前夜，也成了香港的不眠之夜；8 月 28 日，中国人民银行和中国银行两位副行长直接坐镇香港，准备了 600 亿港元，准备随时参战（两名央行副行长，要求所有在港中资机构，全力以赴支持香港特区政府扶盘。尽管香港特区政府吸纳了国际炒家抛售的港币）。8 月 28 日是恒指期货的最后结算日，胜败在此一举。恒指期货的结算价格为这一天每五分钟恒生指数报价的平均值，香港政府要竭尽全力死保死守。为了增加投机家的融资成本，香港金管局将当天的隔夜资金拆解利率上调到破纪录的 280%。

28 日上午 10 时，决战打响。炒家抛盘气势汹汹、排山倒海，香港特区政府则兵来将挡，水来土掩，全盘买入。开市仅 5 分钟，成交额即高达 30 亿港元!下午四时整，恒生指数终于在 7 829 点定格!惊心动魄的四个小时，全天交易额达到了香港股市有史以来的最高纪录——790 亿港元！大约是平时成交量的 10 倍。其中有 600 多亿港元为香港特区政府所为，香港特区政府几乎成为市场的唯一买家。恒指期货最终以 7 851 点结算。

香港特区政府在汇市、股市和期货市场向国际投机家、金融大鳄索罗斯们发起全面反攻，香港特区政府围堵国际投机者的行动终以“惨胜”告捷（尽管香港特区政府吸纳了国际炒家抛售的港币，将汇市稳定在 7.75 港元兑换 1 美元的水平，但市值高达 2.2 万亿港元的港人财富仍然凭空蒸发，负资产人数达到 17 万，平均每人损失 267 万港元，百万富翁一夜间变成了百万“负翁”，香港的支柱产业房产业和金融业受到严重打击）。

点评：世纪大战正应了索罗斯的那经典的名言——人类经济史是一部基于假象和谎言的连续剧，经济史的演绎从不基于真实的剧本，但它铺平了累积巨额财富的道路。做法就是认清其假象，投入其中，在假象被公众认识之前退出游戏。

3.4 趋势投资的成功因素总结

虽然趋势投资/投机者几乎把所有精力都放在与市场的博弈上，也更看重价格的因素，但通过以上大师们的理论和实例，我们不难发现，伟大的、成功的趋势投资者所具备的因素仍然满足 “三好”原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.4.1 好生意（大方向）

即便是利弗莫尔这样的投机者，也在不断地强调基本面（1929 年大崩盘之前利弗莫尔敢于大肆做空是因为他判断经济的基本面要出现危机）。不论是利弗莫尔的投机，还是欧奈尔的 CANSLIM 法则，或是索罗斯的趋势投资，他们的成功都是建立在判断对大方向后找到了赚钱的一门好生意，不论这个好生意是做多还是做空，股票、期货还是外汇。

投机派的大师们一直在告诉我们，虽然投机注重的是在无效的市场上进行人性的博弈，但始终不能忘记最终决定市场走势的还是市场的“内在价值”，真正的成功是在混沌中寻找秩序。

3.4.2 好公司（好标的）

一个好的公司或一个好的标的，在投机中显得格外重要，欧奈尔在交易上可以说是完全的趋势投资者，但他的 CANSLIM 理论是建立在好公司的基础上的，并且他强调要寻找那些龙头股，就是最好的公司。利弗莫尔也不例外，他在投机中总是能选到一个最佳博弈的好标的。似乎索罗斯很少提具体操作标的，那是因为他现在的规模太大了，只能重大势轻个股，而在量子基金成立早期，索罗斯甚至是一个很传统的投资者，寻找那些优秀且被低估的公司，或是那些基本面确定的做空标的。

3.4.3 好价格（趋势交易核心）

价格是趋势交易的核心，我们用了一个章节讨论市场是如何定价的，借用索罗斯成立量子基金的初衷——量子力学中最重要的定律是测不准定律，股市也同理量子力学。我们在参与市场的同时也在影响着市场，市场也会反过来影响我们。所以我们永远无法在一个确定的市场中寻找超额收益的确定性。反射性的本质是什么？市场的本质又是什么？归根结底就是人性的弱点和市场的趋势强化。我们只有在不确定性的市场中做一个“旁观者”，寻找市场预期的定价（或市场实际的定价）和真实的价值之间投资者给出的偏差，通过对人性的判断，在不确定的市场中寻找确定性。这是寻找“好价格”最为关键的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“好价格”这一点上，不论什么投资派别的理念都是一样的，能克服人性的额弱点，逆着市场情绪的波动，顺着市场资金的偏好，才能寻找真正的好价格。《股票作手回忆录》上有一句话：“华尔街没有新鲜事，投机更是像山岳一样古老。”短短的一句话道尽了人性，只要人性不变，投机的本质就永远不会变。贪婪、恐惧永远是我们的心魔。

附录：杰西·利弗莫尔的投机语录

（1）优秀的投机家们总是在等待，总是有耐心，等待着市场证实他们的判断。要记住，在市场本身的表现证实你的看法之前，不要完全相信你的判断。

（2）要想在投机中赚到钱，就得买卖一开始就表现出利润的商品或者股票。那些买进或卖出后就出现浮亏的东西说明你正在犯错，一般情况下，如果三天之内依然没有改善，立马抛掉它。

（3）绝不要平摊亏损，一定要牢牢记住这个原则。

（4）在价格进入一个明显的趋势之后，它将一直沿着贯穿其整个趋势的特定路线而自动运行。

（5）当我看见一个危险信号的时候，我不跟它争执，我躲开！几天以后，如果一切看起来还不错，我就再回来。这样，我会省去很多麻烦，也会省很多钱。

（6）记住这一点：在你什么都不做的时候，那些觉得自己每天都必须买进卖出的投机者们正在为你的下一次投机打基础，你会从他们的错误中找到盈利的机会。

（7）只要认识到趋势在什么地方出现，顺着潮流驾驭你的投机之舟，就能从中得到好处。不要跟市场争论，最重要的是，不要跟市场争高低。

（8）不管是在什么时候，我都有耐心等待市场到达我称为“关键点”的那个位置，只有到了这个时候，我才开始进场交易，在我的操作中，只要我是这样的，总能赚到钱。因为我是在一个趋势刚开始的心理时刻开始交易的，我不用担心亏钱，原因很简单，我恰好是在我个人的原则告诉我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立刻采取行动的时候果断进场开始跟进的，因此，我要做的就是，坐着不动，静观市场按照它的行情发展。我知道，如果我这样做了，市场本身的表现会在恰当的时机给我发出让我获利平仓的信号。

（9）我的经验是，如果我不是在接近某个趋势的开始点才进场交易，我就绝不会从这个趋势中获取多少利润。

（10）“罗马不是一天建成的”，真正重大的趋势不会在一天或一个星期就结束，它走完自身的逻辑过程需要时间。重要的是，市场运动的一个很大部分是发生在整个运动过程的最后 48 小时之内，这段时间是进入市场或退出市场最重要的时机。

（11）利用关键点位预测市场运动的时候，要记住，如果价格在超过或是跌破某个关键点位后，价格的运动不像它应该表现的那样，这就是一个必须密切关注的危险信号。

（12）我相信很多操作者都有过相似的经历，从市场本身来看，似乎一切都充满了希望，然而就是此时此刻，微妙的内心世界已经闪起危险的信号，只有通过对市场长期研究和在市场上长期的摸爬滚打，才能慢慢培养出这种特殊的敏感。

（13）在进入交易之前，最重要的是最小阻力线是否和你的方向一致。

（14）当一个投机者能确定价格的关键点，并能解释它在那个点位上的表现时，他从一开始就胜券在握了。

（15）在心理上预测行情就行了，但一定不要轻举妄动，要等待，直到你从市场上得到证实你的判断是正确的信号，到了那个时候，而且只有到了那个时候，你才能用你的钱去进行交易。

（16）在长线交易中，除了知识以外，耐心比任何其他因素更为重要。实际上，耐心和知识是相辅相成的，那些想通过投机获得成功的人应该学会一个简单的道理：在你买入或是卖出之前，你必须仔细研究，确认是否是你进场的最好时机。只有这样，你才能保证你的头寸是正确的头寸。

（17）当股价从 10 美元涨到 50 美元，你不要急于卖出，而应该思考一下有没有进一步的理由促使它从 50 美元涨到 150 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（18）市场只有一个方向，不是多头，也不是空头，而是做对的方向。

（19）时刻留意可能出现的危险信号。

（20）投机，天下最彻头彻尾充满魔力的游戏。但是这个游戏懒得动脑子的人不能玩，心理不健全的人不能玩，企图一夜暴富的冒险家不能玩，这些人一旦贸然卷入，终究要一贫如洗。

（21）华尔街永不改变，钱袋会变，投机者会变，股票会变，但华尔街永不改变，因为人性永不改变。

（22）一个人不能在同一件事上花几年工夫，还形不成正确的做事态度，正是这一点将专业人士与业余人士区分开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 04

伟大投资者成功因素的总结

一直以来，人们对成长派、价值派、趋势派的辩论从没停止过。在大部分人眼中，价值投资是侧重价值低估的大企业（稳增长好企业），通过企业的价值回归或分红赚钱；成长投资是看重成长性高的小公司（高成长好企业），通过企业的高速发展分享利润；趋势投资是偏向于在市场中进行博弈，通过价格和人性的波动赚钱（无所谓基本面），所以大众得出的结论就是：这三者是显然不同的投资逻辑。但我想说的是，有这样想法的大多数人根本没有理解投资的本质。通过前面三章的分析，我们不难得出结论：大多数成功的投资本质上都是相同的，成功的投资是不分派别的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综观整个投资界的历史和著名人物，不论是价值投资派、成长投资派还是趋势投资派中的伟大投资者，他们的投资理念都是异曲同工的，他们投资能够成功的原因无不例外是因为他们都拥有：宏观行业的分析能力（好生意），微观企业的剖析能力（好企业），自我情绪的控制能力、市场情绪的理解能力、资金偏好的把握能力（好价格）。**成功的投资不过三个字：好生意、好公司、好价格。**

所以，投资稳增长的大蓝筹也好，高成长的小公司也好，甚至是趋势投资/投机也好，只要是这一笔成功靠谱的投资，本质上都是“价值投资”（有价值的投资），这句话查理·芒格也说过。

4.1 好生意：对宏观行业的理解

伟大的投资者对宏观行业（包含宏观经济）的理解包含了对生意模式的理解和对行业未来的判断，其理解或判断的准确度决定了一笔投资成功概率的高低。比如，价值派强调的高大护城河的企业，所以医药、消费、科技这些行业中出现牛股的概率很高。护城河可以是专利、政治垄断、独家配方、先进技术，也可以是宏观经济环境的变化带来的。当然，并不是只有很高护城河的行业才会出现好公司，成长派中的彼得·林奇认为一些低门槛高竞争的红海行业里，只要市场的需求一直存在，一些优秀的公司能够通过技术优势、政策、天然壁垒等其他客观条件，不断地占领市场份额，不断地淘汰同行业的其他公司，最后脱颖而出，这就是最好生意（相反一些看似热门的行业可能是陷阱，需求端扩张的速度低于供给端）。**总之，供应端在收缩，而需求端在不断扩张，这是“最好的生意”，也是“好生意”判断的最高标准。**

最后，别忘记对宏观经济的判断也是判断“好生意”中重要的一项，前文中已详细阐述了宏观经济对投资的重要性，比如投机派代表索罗斯狙击英镑之前对整个宏观经济的判断决定了他这笔投机的成功。

找到“好生意”是成功投资的第一步。寻找“好生意”并不是只判断某个行业当下的好坏，更重要的是理解生意的本质。所以，想要判断一桩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生意的好坏，不仅要看透表象（需要大量翔实的数据支撑），更需要对行业未来发展做出正确的判断（透过现象看本质）。

4.2　好公司：对微观企业/标的的判断

对于好公司，价值投资关注的是一个企业的内在价值高不高，成长投资关注的是一个企业未来能不能继续发展，趋势投机关注的是某一个标的是否具备足够的投机价值（投机也是建立在基本面的基础上的，否则就是赌博）。从本质上看，三者都强调“好公司”的重要性，对企业基本面的正确研判是成为成功投资者的必备条件。当然，不论是内在价值的判断，还是企业未来成长的高低，都要追求模糊的正确，没有人能够精确地判断一个企业的价值到底是多少，关键是企业发展的大方向要正确，细节是随着企业的发展慢慢清晰起来的。

判断好公司的标准有很多，比如产品竞争力、研发、营销、管理等，后面的章节将会详细介绍。

4.3　好价格：情绪的控制和把握、资金的偏好分析

价值投资强调安全边际和市场先生，安全边际是在理解企业价值的基础上得到的价格区间，而真正的顶和底则是通过掌握市场先生的脾气之后得出的；成长投资大师告诉我们要回避市场热点，寻找不起眼的公司，因为热门公司往往高高在上，很难再获得很高的回报；趋势投机者理论的核心就是价格，如何理解市场情绪，与市场各路资金进行博弈是找到好价格的关键所在（反射性原理）。

我认为寻找“好价格”是以上三者中最重要也是最难的一项，更是一般投资者和伟大投资者最大的区别。因为相比好生意和好公司，好价格是唯一无法量化的东西，你可以足够努力、足够勤奋，但或许依然不能成为一名成功的投资者。有些人一辈子都无法读懂市场先生，无法克服人性的弱点，无法判断市场情绪，无法找到资金偏好，找不到好价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，虽然好价格是最重要的，但切记好价格是建立在好生意和好公司的基础上的，千万不能只追求最重要的东西，反而把最基本的给抛弃了，本末倒置、舍本逐末也注定了失败。

4.4 投资者的世界观

除了前面说明的各种因素外，不同投资者的世界观也对自己的投资理念和投资结构有一定的关联，本节来说明投资者世界观对人的影响。

4.4.1 成功投资者的世界观

成功投资的本质就是不断寻找满足“好生意、好公司、好价格”的标的，只要满足“三好”条件，不论这个标的在什么国家、什么板块、什么时间，甚至是不是上市公司都没有关系。对此投资者一定不能抱有偏见。

成功的投资者时刻铭记“三好”的投资准则，因为他们深知无论市场短期是多么无效，不论市场的钟摆摆向何方，都不会影响那些真正的“三好”股票。所以**投资大师们不仅不会被市场蒙蔽双眼，反而利用市场先生，在“三好”股票因为各种原因被市场先生抛弃而低估的时候，逆势买入（特别是在一些半有效市场中，市场情绪起起伏伏，各种题材炒作横行，更需要坚持“三好”投资体系）。**

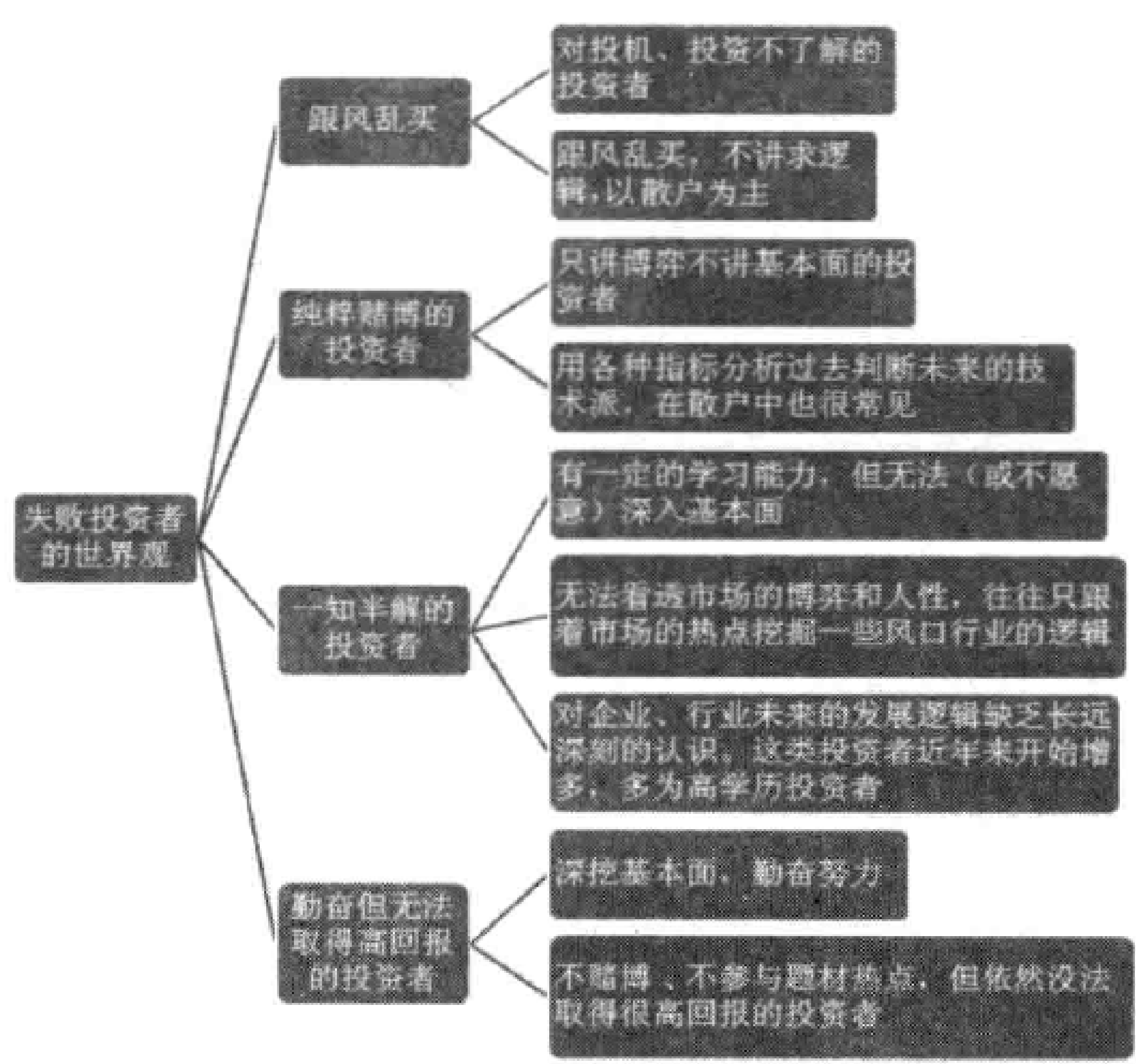
注：成功投资者的方法论将是本书下篇主要讨论的内容。

4.4.2 失败投资者的世界观

根据我对市场和过往的经验，大致给失败者分成 4 类，以及他们的相应特征。

前两种人者不必多说，失败和被市场淘汰只是时间问题，第三种人短期看常常得到市场先生的奖励，特别是在中国目前这个不太理性的市场，短时间很容易获胜，但长时间来看，几乎极少有人能靠“风口”投资走到最后（长时间获胜的往往是靠运气），因为风一旦停了和转向他们就会失利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于第四类人，或许他们自己也想不明白，自己已经足够勤奋（和聪明），也不断地学习大师的投资方法、跑公司调研、拥有足够的投资经验，甚至一些优秀的职业投资人的聪明和努力程度不输给投资界的大师们，但为什么全世界只有寥寥数人能坚持 30 年达到 25%～30%的复合收益率？为什么大部分人还是不能成功？也许在中国，大家可以把失败原因归罪于市场不合理，但事实上在成熟资本市场，这类人也不少。

其实答案很简单：天赋。大部分情况下，天赋在出生的时候就已经注定了（其实在任何领域，想要做到成功或多或少都需要天赋）。这类人缺少“艺术细胞”，他们不明白投资大多数情况下都是一门艺术，而非严谨的科学（或可以称作建立在科学基础上的一门艺术）。决定投资成功与否的核心并不是你的知识有多么丰富，拥有多少经验，有多么努力和聪明。因为无论你怎么努力，人性是无法复制的，性格是出生就注定的（知识可以学习，经验可以累积，方法可以模仿）。所以这类人失败的主要原因就是：**无法把握市场情绪，无法控制自我情绪，无法理解人性变化**。

资本市场的参与者完全符合 7 亏 2 平 1 赢的概率。失败者注定是大多数，我当然希望各位看我的书后能成为一个成功的投资者，但看到这本书的人注定是少数，能知行合一的更是少数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.5 另类的投资派别——量化交易

量化交易是近几年来开始流行于各个投资领域的一种另类的投资模式。由于量化交易投资理念完全不同于价值投资、成长投资和趋势投资三者，完全不用考虑“三好”的投资准则。不过量化交易和其他投资方式一样，本质上是建立在市场短期市场无效的基础上，通过各种模型进行无风险套利，哪怕这个利润只有一点点。

西蒙斯的大奖章基金是华尔街对冲基金的一个神话，连续 20 年，平均每年盈利 35%，如果考虑该基金 5%的管理费和 40%提成的话，它每年的收益率超过 60%。这个收益率远远超过了巴菲特和索罗斯。

西蒙斯的策略主要是利用强大的数学模型和计算机软件，在全球市场的不同产品中，进行高频交易，赚取微小的波动差，从而获取一个稳健持续的收益。这种属于市场中性策略，不太受牛市、熊市的影响，只要有波动就能赚钱。所以即便是在 2008 年这样的极端环境下，他的基金依然获得了 80%的惊人收益。

量化投资主要的特点有：①纪律性，所有的决策都是依据模型做出的；②系统性；③妥善运用套利的思想；④靠概率取胜。在量化投资中模型的构建也分为很多的流派，比如，财务指标运用娴熟的可以构建财务指标的模型，统计学可以依此来建立模型，再者就是依照经济学中的基本面构建模型等。早期（1982～1988 年）的西蒙斯也运用基本面进行判断式交易，然而其中一年的亏损令西蒙斯彻底抛弃了基本面的因素，将模型建立在海量的数据之上，并以此进行预测。

西蒙斯成功秘诀主要有三个：一是，针对不同市场设计数量化的投资管理模型；二是，以电脑运算为主导，排除人为因素干扰（文艺复兴技术公司员工中只有两名是华尔街的交易老手，其余的都是数学家、物理学家及自然认知学家）；三是，在全球各种市场上进行短线交易。不过他对交易细节一直守口如瓶，没有人能够得到他们操作的任何线索。因为他深知量化交易模型一旦大规模被人所知，就会立即无效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：95821 8088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录：个人投资语录小结

（1）格林斯潘有句话说得真的非常好：泡沫只有在破灭后才知道是泡沫。大部分人身处在当下是不可能搞得清楚哪些是泡沫（不论何时都有泡沫），泡沫会膨胀到多大。一切只有等到未来的某时某刻才会真相大白，我们才会反思和正视“现在”的泡沫。这一点不论对于微观个股还是宏观经济都是一样的。

（2）从长期来看股市中的投资收益取决于综合能力，股市不但在反映企业价值上有效，其对投资人能力的反映同样是有效的。股民们的悲哀在于总是本末倒置，始终幻想高收益，却从来不为这种收益的基础添砖加瓦。很多年下来一看还是在原地打转，在自作聪明中浪费生命，在浮躁悔恨中不断轮回。

（3）在美股、港股中你是和正常人斗智斗勇，能力强的自然能够长期小胜，当市场反常的时候有机会大胜。而在 A 股你要和不完全市场下的对手斗智斗勇，平时胜负两分，只有当市场偶尔正常的时候，才能胜出。

（4）研究一家公司，就应该抽丝剥茧，把一个庞大的公司拆分为几个简单的逻辑，这才是优秀的职业投资者最需要学会的技能。比如，看招股书和年报就是一种很好的学习方式，因为招股书或年报会把公司的全貌都展示在你面前，你看得越多，对行业生意模式和公司经营方式的理解就越发清晰。当然必须经过不断的观察和总结，你才会具备足够的洞察力把复杂的公司拆分成简单逻辑的能力。

（5）这几年因为看不懂 A 股，觉得 A 股不理性而退出 A 股去其他市场的人不少，我挺想不明白的，在 A 股这个不太成熟的市场都赚不到钱的话，凭什么去美国这种成熟的市场就能赚到钱？在中国市场，因为市场偏好问题，会有太多不理性，用常识就能想出来不合理的地方，有时候你只要坚持做一个理性的傻瓜，稍微克服一下人性、不要追涨杀跌就能跑赢市场。优质股可能长时间被低估，给你大把机会入场，就算买垃圾股，每隔一段时间就会搞个故事题材炒起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（6）股市弱者的一个典型特征是：经常都在判断，对很多事情都在判断，且不说判断的成功率，最关键的是其中 99%的判断无论对错其实都是很不重要的，更重要的是判断与行为经常分离；而投资强者的特征正相反：只对那些极其关键重要的事情进行判断，对于判断总是很审慎，但一旦认定就坚定执行，除非判断的基准改变。

（7）经过这两年的行情，越发觉得每一波的行情，不管是牛市还是熊市，总有人取得非常不错的成绩，他们或是技术派，或是价值派，或是炒题材，或是“吸烟蒂”。但一旦自封为股神，认为掌握了最赚钱的门道，那么悲剧就要开始了，无一例外的是，这些“股神”年年有，但就像烟花一样，瞬间绽放、瞬间毁灭。费雪将市场先生称为“great humiliator”，谁刚一嘚瑟，以为自己“得道了”，掌握某种秘籍或模式了，市场先生就马上修理谁，管你是什么人。真正的高手一般是低调，远离人群、独立思考、逆向行动，寻找冷门的投资者。他们一定深刻明白自己的业绩可能有水分，环境随时可能有变化，自己随时可能被市场先生修理一顿。一个太高调的人，容易故步自封，认为自己得道了。

（8）没有买卖，就没有伤害，减少买卖（Sell&Buy），就减少做失败者的机会。

（9）市场有时候就像上帝，拯救那些自救的人。但是，市场有时候又不是上帝，他不宽恕那些不知道自己在做什么的人。——1983 年巴菲特致股东的信。

（10）人大多都是只乐于接受和自己观点一致的事实，或许对多数人而言真相是什么并不重要，重要的是他们愿意相信的真相是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下篇

如何成为一个成功的投资者

本书“下篇”将以“上篇”的理论为核心，通过分析中外历史牛股的案例，逐一分析如何找到“好生意”、“好公司”和“好价格”，通过实际的个股案例来论证“三好”理念。最后分享个人对中国股市的看法，分享专业投资者的投资策略以及自己的心路历程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 05

寻找“好生意”

什么是好生意，好生意又在哪里？回顾历史可知，医药、消费、TMT 都是传统的高回报好生意，而一些冷门行业也可以成为好生意。此外，本章还将介绍中国特色的“好生意”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1 如何寻找好生意

第 4 章已经总结了大师们寻找“好生意”的理念和方法：首先必须记住“好生意”的核心是理解生意的本质，同时需要结合当下的数据来判断未来宏观经济的动向、各个行业的周期起伏、企业不同的生命周期。

最重要的是谨记：**我们不仅需要看透表象，而且更重要的是理解生意的本质，对行业未来发展做出模糊的正确的判断**，虽然看透表象需要大量翔实的数据支撑，但千万不要只看数据而忘记大方向逻辑。记住一句话：投资是一门艺术，我们宁要模糊的正确，也不要精确的错误。不论多么微观精确的数据和计算都必须建立在宏观大方向正确的基础上。我们一定要透过现象看本质，才可以判断行业的未来，或是踏准行业短周期的变化，在行业最冷的时候进入，在行业最热门的时候撤离。

5.2 哪里可能会出现“好生意”

在给好生意做完定义以后，我们接着要解决的一个问题就是“好生意”在哪里？

5.2.1 以史为鉴，可以知兴衰

我们明白了寻找“好生意”的逻辑，那么从历史的角度看“好生意”在哪里呢？

首先来看看历史上的“好生意”是什么。观察美国股市这 50～60 年来的牛股，发现涨幅靠前的股票 90%都是来自医药、消费股、TMT(Technology，Media，Telecom ）这三大行业。

消费行业毫无例外地占据了大多数名额，理由不必多言。美国这 60 年以来出现了无数的消费牛股，如烟草公司菲利普·莫里斯上涨了 4 625 倍；食品公司亨氏上涨 635 倍；饮料公司可口可乐和百事可乐分别上涨 1 051 倍和 865 倍；全球最大糖果圈和棒棒糖生产商 Tootsie Roll 上涨 1 090 倍，全球最大口香糖生产商箭牌上涨 603 倍。美国最大糖果生产商好时上涨 506

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍；牙膏企业高露洁棕榄上涨 760 倍，宝洁公司上涨 513 倍。沃尔玛至今涨幅也近千倍。

再看医药行业，施得宝、雅培制药、默克制药、辉瑞、先灵葆雅、惠氏这 6 个医药公司排进美国 50 年来涨幅榜前 20，医药股在美国大牛频出不仅是医药行业的属性，更是因为美国对医疗部门的巨额投资和开支。美国政府对医疗部门的经费投入不管在绝对数量还是相对比重上都是其他国家所望尘莫及的，美国的军费开支比起其医疗开支来更是“小巫见大巫”。以 2007 年为例，美国当年的医疗卫生开支高达 22 412 亿美元，占国内生产总值的 16.2%，人均支出达到 7 421 美元，排名世界第一。

在 2000 年前，美股涨幅榜里很少看到 TMT 公司，不过自 2000 年后互联网席卷全球，TMT 行业正式开始发力，大有赶超消费和医药之势，近 20 年来，涨幅前 20 位的公司包括：思科、甲骨文、微软。TMT 行业的成长期可以明显地分为两个阶段。第一个阶段：1990～2000 年，这一阶段个人计算机逐渐成为人们生活和工作的消费品，个人计算机的迅速普及催生了从计算机硬件到软件、从单机到网络的巨大市场需求，成就了一批以提供计算机及网络软硬件设施的成长股，这期间思科 12 年完成了 1 059 倍增长，戴尔、微软和英特尔分别成长了 593 倍、156 倍及 62 倍。

2000 年网络泡沫破灭后，市场归于理性。2000～2011 年迎来了 IT 股的第二个成长期。这一阶段由于互联网在全球范围内的普及和 Web 2.0 技术的成熟，无论是企业还是个人都通过网络获取或是传送信息，并逐渐将网络应用作为企业经营和个人生活工作中不可或缺的工具。企业和个人对网络应用的个性化需求成就了新一批 IT 成长股，当然 TMT 的媒体和通信两个行业同样在这两个阶段加速成长，出现了许多巨头公司。

看完美国股市再回过头来看中国股市，如果从 2000 年 1 月 1 日开始统计（之前的话标的太少，2000 年算是一个分水岭），截至 2013 年 12 月 31 日，这 13 年间，A 股一共诞生了 857 只十倍股，这意味着 A 股近 1/3 的股票曾攀登过十倍高峰。即便剔除 2006～2007 年不理性疯涨的情况，仍有 621 只超过了 2007 年的高点，在之后的 2009、2010、2011、2013 年分别有 159

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只、174只、145只和143只股票达到最高价，获得超过十倍收益。其中涨幅前30的股票中，格力、双汇、苏宁、茅台、伊利、家化6只属于消费行业，白药、双鹭、恒瑞、长春高新、华兰生物5只属于医药行业，由于这13年间中国正处在基础建设的高速发展阶段，因此，与基建相关的行业、机械、水泥、有色、煤炭、电力等出现了不少牛股。考虑到2000年几乎没有什么好的TMT公司上市，如果统计2009～2014年这5年的涨幅榜，发现歌尔声学、浪潮信息、大华股份、乐视网、康得新、百事通、蓝色光标、上海钢联、奋达科技这些TMT行业均在涨幅榜前30名。

所以，从中外股市的历史牛股这个角度看，基本可以得出结论——**医药、消费股、TMT三大行业是最容易诞生牛股的行业，这三个行业毫无疑问就是“好生意”的代名词。**

至于为什么医药、消费股、TMT三个行业最容易诞生牛股？逻辑上很好理解，因为无论你贫穷或富裕，即便处在战争纷扰、经济危机这样的国家中，人类都无法摆脱生老病死、吃喝拉撒。所以医药和消费股的企业能够长青、长牛。同时医药和消费让人活下来，科技会让人活得更好。人类想要活得更好的诉求永远不会消失，所以科技也会一直进步下去。不过，投资者要记住，不同于医药、消费行业的慢牛长牛属性，科技行业是不进则亡。比如历史上的巨头北电、思科、摩托罗拉、诺基亚等均已破产或面临绝境，即便是现在还不错的微软、苹果、腾讯等，时时刻刻都会被颠覆，比尔·盖茨说过一句话完全可以概括科技行业的属性：微软离破产永远只有18个月。投资科技股的核心要素是抓住时代的潮流，活在当下，所以，相对于医药和消费行业，TMT行业的投资并非那么容易，这也是巴菲特、彼得·林奇等人不愿意参与科技这个热门行业的主要原因吧。

5.2.2 低增速行业或许也是一门“好生意”

人们总是对夕阳行业、冷门行业、低增速的行业抱有偏见，认为这些行业里出现不了优秀的、高增长的公司，事实上，“好生意”这个概念准确地说并不是针对某个行业来说的，“好生意”是相对每个公司所处的行业而言的。所以即便是处在低增速或不增长的行业里，只要满足一些条件，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些公司来说，也是极好的生意（在第 2 章已经讨论过“why”了）。

投资冷门、夕阳、低增速行业公司的关键点在于：首先需要有一个行业的利基（需求）存在，需求端并不会因为行业的冷门而大幅萎缩，其次需要非常优秀的管理层，能够在非常恶劣的环境里不断地优化管理，不断地降低成本，不断地淘汰同行业的其他公司，管理层在对的时间做对的事。最后也需要一点点机遇。这里特别强调一点，利基（需求）是决定性的因素（不论是热门行业还是冷门行业），这一点在投资的时候一定不要忘记，否则就会陷入“价值陷阱”。比如，那些被历史淘汰的自行车、火柴行业就绝对不可能是好生意，同样钢铁、水泥这些公司在现在的中国也不是好生意，因为我们高速发展后基础建设的需求在不断下滑（由于地方政府 GDP 的需求，产能落后的企业迟迟无法退出市场）。另外，在需求相对稳定、供应端也相对稳定的行业里买入一个平庸但看似便宜的公司也是一个投资陷阱，因为这些公司往往没有任何增长的动力，而且经不起激烈的竞争，根本无法在沙漠之中存活。

最为重要的是，相比热门行业的公司，低增速的行业不受人关注，资金往往会忽视行业中那些优秀的沙漠之花公司，因此这类公司很容易出现价格被低估（最典型的比如中国的纺织行业，申洲国际和鲁泰 B 从 2008 年开始一起走出了 10 倍的涨幅，当然政府对纺织行业的态度也是很重要的因素，沙漠之花胜出一定是市场高度竞争的结果）。

5.2.3 警惕：热门行业好生意的投资陷阱

除了价格因素之外，朝阳行业中的一些好生意有不少的投资陷阱，下面以新能源行业（页岩气、电动车、光伏等）为例进行分析。

1. 从自身行业来说

首先从行业自身的属性来说，随着石油资源的耗尽，未来拓展新能源一定是人类追求的方向。世界各国对新能源在政策也一直在扶持，这个行业理应值得长期看好。但在当前阶段大部分公司都是高投入低产出的行业，投入资本回报率非常低。同时以特斯拉为首的新能源电动车过去几年经历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了疯狂的炒作，很多企业的价格已经远远偏离了自身的价值，或者说投资人的预期远远高于公司实际业绩。事实上以目前的技术和成本，新能源汽车普及仍遥遥无期（大规模商业化）。

2. 外部环境

再说 2014 年下半年开始的原油暴跌，短期对新能源影响非常大，如果原油价格长期处在 60～80 美元之下，那么很多新能源产业链的公司要破产。虽然谁都知道新能源必定是 10 年、20 年后的主流，旧能源必然淘汰，但作为投资者的你能坚持 10 年吗？甚至搞不好你投资的新能源公司还破产了，10 年后行业就算大发展又与他何干？

所以，我们投资者不得不面对这样一个纠结的抉择：要不要在当下用真金白银（买入新能源领域公司的股票）去支持一个未来可能会实现的伟大的梦想？为了 10 年甚至 20 年后才能崛起的新兴产业，为了“星辰大海”，为了这句话，你愿意掏出多少钱呢？你能做好这些行业长期价值毁灭 10～20 年的准备吗？至于那些远看 10 年却只拿几个月的短线投资者，不提也罢。所以，涉及具体的投资标的上，更需要冷静和客观（特别在中国，新能源行业更是低附加值的产业，需要仔细甄别。我们的企业家对比特斯拉的 Musk，显得有点卑微）。

举个例子，2014 年炒得很火的氢能源汽车概念股普拉格能源，一度从不到 1 美元的股价涨到 10 美元之上，在股价最火热的时候，有无数不管是长期还是短期的投资人看好并买入，结果呢？最终一地鸡毛现在只剩下 3 美元，谁还记得当时行业的豪言壮语呢？明白炒作就是炒作，很多新能源概念股就是赌桌上的筹码，千万不要把未来几十年后的技术，当作现在支撑股价的基本面理由，自己把自己给骗了那是最要不得的。有人愿意为了美好的未来付出自己的金钱，大多都只是被创业者的豪言壮语或被股价一时的火热冲昏了头脑罢了。

不过我也承认，泡沫对新兴产业来说并不是坏事，因为只有泡沫才能促进行业大发展，这对全人类的进步是一个好消息（从这一点来说资本市场起到了它应有的作用），只是对于投资者来说，这恐怕就未必是好事了。任正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非说过一句话，领先一步是先进，领先三步是先烈。Musk 这样的天才值得所有人尊敬，但我相信你一定不会现在就去投资他的火星计划，不是吗？

5.3 中国股市的“好生意”

说完了全世界通用的好生意，再来剖析一下中国的“好生意”，毕竟每个国家都有自己的特殊性，会带来特殊的“好生意”。

5.3.1 医药、消费、TMT 行业仍是好生意

1. 医药

虽然中国没有优秀的医药巨头企业，也几乎没有优秀的原研药企业，但中国人口基数巨大，各大仿制药企业也能过得很滋润，并且我们正在进入老龄化时代，行业发展速度将会超过世界平均水平。

2. 消费

虽然消费行业的增速一直不快，甚至低于 GDP 增速，但凭借着巨大的人口基数，一些细分的消费品龙头依然能获得高增长。中国目前市值接近或者超过千亿市值的消费品公司几乎都集中在香港市场：中国旺旺、恒安国际、康师傅控股等。中国内地市场仅有伊利、双汇、青啤在 500 亿市值之上，中国消费品行业公司的市值远低于国外成熟市场的行业巨头，这背后显示的是我们消费品行业的集中度普遍低于国际均值，并且龙头公司的净利率也普遍低于国际标准值（比如，2013 年伊利净利率为 6.7%，蒙牛为 3.8%，双汇为 9%，青啤为 7%，均低于国际上龙头公司的净利率水平）。

此外，随着居民收入的提升，消费升级相关的行业都会受益。例如，奢侈品、保健品、旅游业、（在线）教育、文化，可以预见未来第三产业会持续高速发展，服务性行业中会出现大牛股，第三产业占 GDP 的比重越来越重。

3. TMT

TMT 行业站在了一个新的时代——移动互联网时代，虽然中国的科技公司几乎完全无法和国外公司竞争，但依靠着庞大的人口基数，TMT 众多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细分行业中也依然出现了不少高速成长的公司。

5.3.2 经济转型期中蕴含的“好生意”

当前中国毫无疑问正处在经济转型之路上，所以一些以周期类为主的旧经济（比如钢铁、基建、重工业等，不过要注意其中可能诞生的沙漠之花）基本上很难出现好生意，事实上，不光是处在转型期的中国，从世界的角度看，最近几十年甚至上百年来，旧经济行业中也几乎很难再出现好生意了。

所以未来的看点在于一些新经济，包括服务业为主的第三产业、高端制造为主的产业升级，另外文化传媒、新能源、移动互联网、医疗服务等都可能诞生不错的高成长公司。

这里举个医疗服务行业的例子来说明一下思路。

医疗服务业的口腔医疗是非常好的生意。

中国人的蛀牙、牙周病等口腔疾病患病率高达 90%以上，几乎人人都有牙病，但中国人并不重视牙齿，只有痛了才会去就医，并且目前中国口腔医生与发达国家差距很大，发达国家是平均 4 000 人左右一名牙科医生，有些国家如美国、日本是 1 000 多人就有一名牙科医生，中国是平均 2 万多人才有一名口腔医师。随着我国生活水平的日渐提高，口腔医疗和保健正受到越来越多人的重视。

此外，相对于其他医疗服务，口腔医疗的毛利率提升速度飞快。过去牙科医生的收入水平很低，主要是由于患者的消费观念问题，导致牙医的待遇和重视程度远不及其他疾病。随着农村经济的发展和乡村城镇化，传统牙科诊所收入水平有明显的提高；特别是专业口腔医院这几年发展迅速，未来的市场潜力巨大。

5.3.3 被大家忽视的身边的冷门行业

前面也介绍了，热门行业不一定是好生意，冷门行业也不一定是坏生意，包括旧经济夕阳行业中也可能出现好生意。这一点对于中国来说也是一样的。中国的冷门行业中也会诞生隐形冠军、沙漠之花等优秀的好生意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好公司，按照彼得·林奇的思路，等注册制彻底开放了，我们身边很多不经意的小公司都可能成为一门非常好的生意。

这里多说一句，包括上面两小节，我都没有具体对某个行业的好生意举例，因为好生意实在太多了，不可能一一举例，而且我认为我的"三好投资"体系不存在自上而下还是自下而上的问题，"三好体系"是一个全方位考虑的投资理念。我认为投资思路不能局限于某一个行业中，因为任何一个公司都可能因为他们自身的优秀把看似不好的生意做成好生意。所以理解和思考生意模式远比对每个行业的投资机会做出分析来得更重要。授人以渔也是我写书的意义所在。

当然，对于消费、医药、TMT、转型新经济、冷门行业等好生意、好公司的具体思考过程和案例，将会在第 8 章中详细介绍。

5.3.4 国企&国资改革主题

1. 未来十年在中国不得不重视一个词：改革

过去 10 年经济发展迅猛，但随着外部环境特别是美国经济危机发生，2008 年后经济危机四伏，人口红利消失的同时新经济转型尚未成型，旧经济却在大幅衰退。出口、投资、消费三驾马车全面崩溃，民企生存/融资困难，国企/地方政府负债累累。与此同时，占有庞大资源的国企却效率低下，改革刻不容缓。为什么国企/国资改革是那么值得重视的中国"好生意"呢？很简单，因为有些国企在占有非常好的资源的情况下，因为体制的关系，利润长期无法放出，资本市场用脚投票，自然给了很低的市值（各项估值可能很高），因此，只要出现了改革，那么一些国企上市公司就可能是非常好的困境反转的标的，自然是符合"好生意"的标准了。

但是如何进行改革，这是接下来政府面对的最大一个考验。从十八届三中全会后，新一届领导人在复杂的局面下集中力量推动改革。改革的大方向已经确定，目的在于打破垄断、转型结构。诸如金融、铁路、石油、电力、通信等这些垄断领域会不断地向民企开放。同时国企的落后低效体制会彻底革新，具体改革方式如股权激励、淡马锡模式，引入战略投资、整体上市、管理层 MBO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等。但改革有三个关键的问题：一是，怎样的方式进行改革，怎么样私有化？二是，如何保证国有资产不流失？三是，私有化过程中如何进行监督，平衡与商业的关系？

在回答这三个问题之前，我想先推荐张维迎的《产权、政府与信誉》一书，其书中有一个核心观点：“无恒产者无恒心，无恒心者无信用。”下面简单来解释这句话。

从国企的角度来看，因为产权不明确，领导人做任何决策只需要对上级负责即可，对市场反馈没有那么明显。

对于民企和个人而言，因为私有产权得不到保障，随时会有人来摘桃子，所以企业家和个人都只能争朝夕。反映到股市上也是一样的，上市公司、股民都只争朝夕。

社会信用这棵树是否能健康长大，决定权大多数时候不在我们百姓手中，因为产权是信誉的基础，而民众在中国产权不够明晰。

所以，中国想要改革成功前提条件一定是改变产权制度，只有明确产权，人们才能追求长远的利益，只有放弃朝夕，追求长远，人们才会讲信誉，所以正所谓“无恒产者无恒心，无恒心者无信用”就是这一个道理。

从资本市场的角度看，只要是国有资产便是无主之才，无主之才只能被耗散而无法被定价。然而一旦资产可以买卖，那就是一个产权确认的过程，产权一旦确认资产便有了价格。换言之，未来主板市场面临的对价博弈，不是一个从 1 到 100 的故事，而是一个从 0 到 1 的故事。

确权是改革的首要条件，只有明确了这个理念，才可以说开始了第一步，接下来回答前面几个问题才有意义。以怎样的方式进行改革，怎样私有化？如何保证国有资产不流失？

下面我摘录几段网络上的资料，以英国国企的私有化之路为例，来思考一下中国未来可能会走的路。

2. 他国之见：英国——国企改革核心是私有化

国有企业私有化改造的浪潮最早源自英国。英国是一个老牌资本主义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家，“二战”以后英国经济逐步走下坡路。为提高经济竞争力，英国战后历届政府先后对国有企业进行了多种形式的改革，其基本措施是对国有企业实行私有化及股份制改造。其做法从 20 世纪 80 年代末到 90 年代初逐渐影响到世界大多数国家，形成所谓私有化浪潮。

英国对国企的改革最著名以及影响最大的例子就是撒切尔夫人上台之后执行的一系列政策。1979 年，撒切尔夫人上台之前，英国经济面临着严重的问题，一方面经济增长缺乏动力，另一方面则又面临通货膨胀。根据传统的经济学理论，经济增长乏力应该面临通货紧缩，高增长才容易产生通货膨胀，为此人们把英国面临的经济难题称为“英国病”。而撒切尔夫人成为首相后，这一现象得到了彻底扭转，也开始了长达数十年的国有企业私有化过程。

和所有需要解决滞胀的国家一样，撒切尔内阁执行了有计划有步骤地推行国有企业的私有化的新经济政策。与此同时，在财政战略上坚持以货币主义为主的紧缩政策；一方面放松政府管制，鼓励市场竞争；另一方面改善投资环境，积极引进外资。

关于如何私有化，英国出售国有股遵循的是先易后难的秩序，优先级的是盈利的国有企业。英国的国企改革采取的主要方式有：业务出售、管理层和员工收购、授予特许权、股票上市等，而股票上市是英国国有企业改革最常用的方法。不过，对于国有企业上市，英国要求企业以一种清新、透明的方式经营，以便外部投资者能够清楚了解企业的经营状况。

1979～1988 年，英国政府将盈利且具有战略意义的国有企业如英国石油、英国电信等推向证券市场；对于亏损的国有企业，则通过裁员等手段改善财政状况并提高竞争力，在实现盈利后再出售国有股权。1989 年后，英国政府才开始出售带有自然垄断性质的企业及处于衰落的老企业。在英国国有股减持过程中，英国政府通过各种措施，如简化购买手续、允许分期付款等，鼓励普通居民尤其是本企业职工购买股票，最大限度地吸收广大国民参加，从而既增加购买国有股的资金来源，又保证出售时的公平性。

英国国企改革目标的设置，不是以政府获得最大的财政收益为目标，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是通过资产的重新分配，让更多的人成为国有资产的所有者。这种目标设置，从根本上避免了中国国企改革中所担心的国有资产流失问题、国有股减持定价问题。并且英国在国有股出售之前，会在主管不同产业的政府部门外成立独立于政府的私有化立法和政策制定委员会，由他们联合公众的意见来制定相关的法律和法规，使私有化的进程可以在制度上有了保证，避免人为的干扰。然后政府任命一些专业人士对国有资产进行评估，这些专业人士涵盖了金融、财务、证券以及管理、法律等各方面。由这些专业人士提交报告，尽量争取把国有股卖个好价钱。为了防止国有资产流失，议会要求审计署对私有化之前和之后都要审计，为此专门设立了国有资产私有化绩效审计司。在这种更为立体的体制下，国有企业的私有化过程进行得比较顺利。

撒切尔夫人的这些改革措施对英国经济的发展起到一定促进作用。但从现在来看也带来不少问题，主要就是2008年金融危机发生之后，很多人将其原因归结于当年撒切尔夫人倡导的私有化和放松监管理念。

总体来看，英国国有企业改革值得肯定及借鉴的经验主要如下：

（1）明确了产权关系，企业效率提高，效益增加，这可以说是英国国有企业改革的最大成效。首先，改革带来产权关系的独立化，从而强化了产权激励与约束作用；其次，克服了国有企业政企不分的缺陷，形成了合理的所有权—控制权关系；最后，垄断部门国有企业的改革带来了市场竞争环境的改善。

（2）减轻了政府的财政重负，国有企业的服务质量大大提高。通过改革，一方面大大减少了政府对于国有企业的财政补贴；另一方面出售国有企业所得进一步增加了政府的收入，使得政府从财政负担中大为解脱。实现了私有化的企业为了在激烈的市场竞争中求得生存和发展，都把提高产品和服务质量作为赢得消费者的唯一出路。

（3）化大为小，区别对待。政府根据具体情况，对亏损的大企业本身进行划分，根据各部门具体的盈亏情况划分为若干个小公司，以区别对待。区别对待的优越性在于：政府能够把有限的资金用于那些因亏损而急需改造的部门中去，从而降低了国企改造的成本，并增加了企业扭亏为盈的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）改造的形式不拘一格：整体出售、内部收购、股票上市、国有民营等多种形式综合使用，同时注重各种改革措施之间的相互衔接配套。

3. 改革成功面临的问题

我们国家想要改革成功，要做的事远比英国更多。对于中国现有特殊体制下改革所面临的问题，再次引用一下张维迎的观点：

（1）明确国家的股东地位并不能解决谁当经营者的问题。国家股东有权力选择经营者，但他们不会对选择的后果承担经营责任。因此他们不会把最有经营才能的人放在合适的岗位上。在市场经济下，企业经营者想要把企业发展壮大，必须让消费者和出资者一起满意，才能发展壮大。

（2）明确股东的身份并不能解决政企分开的问题，要如何平衡商业？有种观点认为政企不分是因为政资不分，所以只要进行国资改革，就可以解决政企不分的问题，但政企不分的实质是代表所有者行使控制权的管理者并不承担资产风险，因此他们不会像真正所有者那样实施最合适的干预。在真正的市场经济中，经营者获得最大经营自主权的办法就是为投资者赚更多的钱，你赚得越多，他就越满意就越不会干预。

（3）如何保证国有资产不流失？拉升低于净资产的股票就可以了？股东和债权人不同，他拿的是剩余收入，经营者并不欠股东什么。所以，股东要拿到属于自己的一份，就必须监督经营者，但谁知道国企到底赚了多少钱？因为经营者有各种各样的办法隐藏利润，报多了是国家的，报少了都是自己的。

4. 国企改革需要参考的他国模式

从国情体制和现实情况出发，国外较具参考价值的国企改革模式应是新加坡的淡马锡模式。淡马锡的成功之处在于一方面它是由政府全资设立，另一方面保持了市场化的高效运作。其核心在于政府、国资运作平台、企业的三层架构。政府不直接管理企业，而是对国有资本进行管理，运作的先决条件在于政府的充分放权。虽然淡马锡公司由新加坡财政部全资控股，但政府直接涉及的部分只包括重要人事任免、业务范围审定以及对于重大投资项目的审批，企业日常的具体经营活动不在管辖范围内。公司的董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会构成、管理层招募、激励机制以及日常经营决策基本做到由市场规律决定。淡马锡在政府和集团企业之间起到了一个“隔离”的作用。具体对我国的国资委和央企而言，淡马锡值得借鉴的有如下几点：

多层架构式的国有资本投资公司：淡马锡形成了三层次的控制架构，政府（财政部）——国资运作平台（淡马锡）——国联企业。中国的国有资本投资平台模式有望被设计为：政府（国资委）——国有资本平台——上市公司。通过建立专门运作的国有资本投资和运营公司，可以在平台的层面决定应当将资源和资金配置到哪些行业、抽离出哪些行业，并且更好地利用证券化途径来避免国有资产的流失。

- 混合所有制：淡马锡在其众多的投资企业中并非独资拥有。例如，它只拥有新加坡航空57%的股权、新加坡电讯65%的股权、星展银行28%的股权。某种意义上新加坡的国资企业就属于混合所有制。我国国企改革中强调混合所有制，一方面可以引入民营资本进入国企垄断的领域，另一方面则可以为进一步推行政企分家、国企转制提供产权条件。
- 市场化经营机制：淡马锡投资的企业需要以经营绩效向淡马锡和新加坡政府负责。同时，国联企业不受国家保护，如果企业经营不善，同样面临倒闭风险。良好的外部约束机制保证了淡马锡和国联企业的董事、总裁在适当考虑政府产业政策的前提下，以市场为导向，以盈利为经营目标和绩效指标。令市场对资源配置真正起到决定性作用。
- 新型董事会、职业经理人和激励机制：淡马锡的董事会成员分为执行董事和外部董事两类，外部董事又分为独立董事和股东董事。独立董事来自国际国内的企业界，股东董事由政府公务员担任。独立董事保证了公司在作出重大决定时是以市场为导向的，避免发生高管因自身利益而进行不利于国有资本增值保值的决策。为了促使员工利益与股东利益相一致，并平衡短期表现与长期价值创造，淡马锡建立了相应的报酬制度，包括财富增值花红计划和淡马锡员工共同投资计划等。

当然，未来改革成功必将带来巨大红利，一些有着非常不错的资源禀赋的国企通过改革将会爆发，而只依靠垄断才能生存的国企或许好日子则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一去不复返。对民企来说，改革进一步推行了市场化，只有社会重新建立信用，经济才能重新焕发活力。我相信未来十年是 80 后、90 后一代人实现财富自由的一次大好机会。本人长期看多中国国运，我相信随着改革的推进，经济必然会再次上升一个台阶。

以公司的分析作为主要讨论的内容，关于国企/国资改革的具体投资案例和标的，会在本书第 8 章中单独介绍。

附录 A：被惩罚的普罗米修斯——乱弹国企改革（信达证券能源化工首席分析师郭荆璞）

普罗米修斯，伊阿佩托斯之子，聪慧无比的提坦巨人，为人类盗取天火而遭宙斯的惩罚，这是希腊神话中脍炙人口的篇章。埃斯库罗斯为他献上悲剧，鲁本斯描摹他在高加索山崖上的痛苦，马克思称赞他是“哲学的日历中最高的圣者和殉道者”。

当初，普罗米修斯帮助宙斯战胜了以克洛诺斯为首的提坦诸神，宙斯与波塞冬、哈迪斯分别统治了天空、大海和冥界，宙斯看到了地面上生长的人类，要求人类为永生的众神献上祭品来换取保护，普罗米修斯作为人类的代言人，与宙斯在墨科涅谈判，“普罗米修斯出来宰杀一头大牛，分成几份摆在他们面前。……他把牛肉和肥壮的内脏堆在牛皮上，放在其他人面前，上面罩以牛的瘤胃，而在宙斯面前摆了一堆白骨，巧妙堆放之后蒙上了一层发亮的脂肪”，普罗米修斯让宙斯来选择，宙斯“没有识破他的诡计”，“双手捧起白色脂肪时，看到了巧妙布置用以欺骗他的白骨，不由地大怒起来”。

就这样，普罗米修斯为人类留下了牛肉、内脏和牛皮，而古希腊人在祭祀时，会宰杀公牛，吃掉牛肉，把白骨焚烧祭献给众神。

各位，普罗米修斯的分配，不正是公平分配博弈吗？当参与分配者为两方时，由一方分配，另一方选择，理论上是可以获得公平分配的结局的，而当参与分配的多于两方时，可以用单一选择者或者最后削减者方案来实现。

如果我们看一个企业的资产分割，也会有类似的情况，杀牛和分配其实就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是分配资产和现金流。闪亮的脂肪是变现最容易的现金、有价证券、股权、土地、物业等；骨头是高息的负债，也可以是退休员工和或有负债；牛肉是最有价值的可以产生未来现金流的资产，牛皮则是需要筛选和培育的业务。

但是等一等，这样分开了两份，其实最终并没有实现公平分配，显然牛肉和牛皮才是更有价值的，宙斯选择脂肪加骨头吃了大亏。公平分配博弈出问题了吗？

公平分配博弈的前提是信息对称，一旦分配方掌握信息优势，则最后的结果会偏向分配一方，这也就是普罗米修斯帮助人类获取了较大利益的原因，即内部人的信息优势。要想在这个过程中获益，就需要避开看上去闪亮的脂肪，与内部人的利益一致。

1. 国企改革要干什么

如果把国有企业作为一个整体来看待，国企改革的目的就是卖，让人来接手牛骨头，同时把每一块资产以尽可能高的资产作价卖掉，那么最有价值的应该是具备战略意义的资产，包括金融、能源、电力、水利等，这些是牛肉；像电信等既有战略价值，又培养战略新兴产业的则是牛皮；而最闪亮的脂肪，则是消费、服务、零售，甚至包括地产行业，这些竞争性的，现金流良好的企业；如果考虑到国有企业中，不少是多主业的集团公司，像华润、保利、招商局、中化等，这些企业内部也存在着类似的划分，我想这样看下来，就不难理解为什么之前传言国企投资控股公司的试点在上述几家当中产生了。

2. 牛骨头怎么办

如果拆开来看，无论是脂肪还是牛肉都是价值巨大的，那么问题就在于，牛骨头怎么办？

有这么一个病羊理论，如果你有 2 只病羊，该怎么卖掉？不要说羊的价格要打折扣，甚至根本就不会有买家。办法是去买 100 只好羊，加上 2 只病羊，按照 102 只好羊的价格卖掉，甚至还可以整合一下，没准儿还卖出 105 只好羊的价格来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想要卖掉病羊，就要买来好羊，混在一起卖出去，这和想要大神宙斯拿走牛骨头，用闪亮的脂肪包裹，是多么的相似。不同之处就在于，普罗米修斯根本没从外面买，他只是分割了牛的不同部分，重新组合而已。

分割一项资产，并将其未来现金流重新估值定价，再分别出售，这就是投资银行的精髓，用在国企改革上面，会玩出比以往更多的花样来。

具体到一个企业上，普罗米修斯分割公牛，让大神宙斯拿走牛骨头，给自己和人类留下牛肉和牛皮的动机，与 MBO 何其相似。如果我们不惮于怀着最大的恶意猜测，未来国企出让的股权、债权和受益权当中，会有不少包裹着闪亮脂肪的牛骨头，各位“大神们”，你们如何选择呢？

3. 微观分析：如何在分牛卖牛当中获利

如果我们继续猜测参与分割的管理层的动机，在允许 MBO 的前提下，他们会把自己的企业装扮成脂肪还是皱皱巴巴的瘤胃呢？对于那么存在潜在的 MBO 可能性的企业，他们的资产价值完全暴露出来，或者是市值已经与资产价值相差无几的时候，MBO 的动力又何在呢？要参与类似 MBO 的机会，就必须要与内部人的利益一致。这样的 MBO 对小股东常常是不利的。

MBO 其实属于一类隐蔽资产，隐藏在瘤胃之下的营养丰富的牛肉，国有企业在改制、转卖股权的过程中，一定会有大量的投资机会在隐蔽资产中产生，对于这类资产，除非对行业、公司、当地政府极为熟悉，不然我们只能从内部人行为上去判断；另一类投资机会则容易把握得多，即国企改革带来的管理效率提升，包括股权激励的效果。

国有企业改革深入所有权层面上，管理层的利益与股东趋同，甚至是国资委监管的结构改变为国资控股公司、国资运营公司，真正实现以资本为纽带，按照资本回报率去考察国有企业，则企业的管理效率和股东权益都会得到极大的提升。效率提升无疑对小股东是有利的，即效率提升中出现了 MBO。

最后花哨一点，是既不做 MBO，又实现管理层控制，这样对公司的小股东是最有利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票有双重的性质，即收益权和投票权。如果我们还是用牛来做比方，脂肪也可以指收益权，好吃、好看，但是代表投票权的肌肉才是力量的源泉，如果能够实现收益权与投票权的分离，那么也未尝不是一种好的思路。具体怎么办呢？投行会为我们创造出令人眼花缭乱的模式，比如最简单的就是对控股股东的股份做杠杆收购，再把收购的份额的受益权做成信托卖掉，然后把投票权委托给管理层，资金的提供方帮助管理层实现了对企业的控制，赚取了极大杠杆的收益。我建议大家仔细研究上海家化自 2008 年之后的每一个变化，从 2008、2009 年的设计、接触、舆论（你现在是否还相信平安是 2011 年竞价拿下上海家化的），直到最终双方针锋相对背后的种种纠葛，这差一点就是非常成功的杠杆收购和管理层控制的范例，可惜最后演砸了。

我只说一个结论，那就是在这个方案设计和准备的过程中，需要股价长时间横盘，既不要涨也不要跌。上海家化曾经有一年多股价没有上涨也没有下跌，请各位打开 K 线，对照 K 线和各种信息的时间点，自发研究吧。

所以，要在国企改革中获益，需要首先避开看上去很美的那些东西，然后寻找隐蔽资产和潜在的效率提升。

4．宏观分析：国企股权转让，股市是涨还是跌

如果我们继续猜测下去，三中全会推进国企改革背后的动机又是什么呢？

三中全会纲领性文件出来那天晚上，券商们都在解读，当时都说国退民进低于预期了，我说你们看错方向了，国退民进是在所有制层面上，在股权、收益权和控制权层面上的，而且这三者是层层递进的，如果能够完全实现，会大大释放国有企业积累的资本，释放改革红利，甚至可能会消弭社保的亏空。

为什么这么说？各位不要忘记，马克思主义政治经济学的要点，就是生产力决定生产关系，生产关系影响、促进和制约生产力的发展，我们只有在生产关系层面上做文章才是最舒服的做法，改变生产关系来促进生产力发展，或者说释放改革红利。

但是让我们更加阴暗一些，每年填补医疗养老社保亏空大约需要 8000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿元，两届政府 10 年需要 8 万亿元，而国有资产所有者权益 29 万亿元，30%划转社保，然后按照 1 倍 PB 减持，社保能得到 8 万亿～9 万亿元，刚好够了。前面我们说了那么多花哨的东西，不过是给这个思路找一些具体路径而已。

让我们再次把全部的国有企业，无论是中央和地方国资委、财政部、中投汇金如果都放进来考虑，把它们看作那只公牛，最合理的思路是什么呢？把牛肉和牛皮留下，把坚硬的牛骨包裹上闪亮的脂肪，卖掉！所以我说真要卖的话，什么好卖什么，什么好先卖什么。

国有企业，类似一头喷火的怪牛，从拉动中国这架大车的引擎，逐渐变成了吞噬财富的怪物，因为国有企业无法回避其管理层利益与股东利益严重不符的事实，大多数的国企领导，特别是非上市国有企业的领导，首要任务是要让职工吃饱饭，不要闹事；其次是为地方为国家创造 GDP；再次是将资本公积用于当地的投资；我接触过的国企领导，大多是这么个有良心的顺序，可是股东的利益呢？国企领导对地方和中央国资委负责，而国资委的职责写得很清楚，“行使出资人权利和义务”，出资人，国资委的定位根本就不是股东，谁要管什么股东的价值。

这体现在公司管理上，就是大量国企没有与管理层分开，具备决策能力和权力的董事会，没有健全的董事会和股东大会，股东价值就是天方夜谭。

但是随着国企出让股权，股东价值就不再是空话，无论是 MBO，还是管理层激励，还是引入混合所有制，都会大大改善国企目前的治理结构，健全董事会的职能，让股东的价值回归为企业管理层的目标。在如此体制下尚且死而不僵的国企，本身占据着大量优势的资源，一旦管理层被调动起来为股东谋求价值，其竞争优势在许多领域是民营企业无法抵挡的，所以，真正的国退民进在国企股权层面，而不在经营层面，国企改革我建议买国企，而且要早买。

听起来让人热血沸腾，十年大牛市可期啊！可是各位，现如今马上就动手吗？

让我们再来看看不利的因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，利率还下不来。因为一旦开始前面所说的国企改革，就需要大量的资本参与，管理层想做 MBO，没钱就要去借，所以说，1～3 年的短期利率会继续受到支撑，除非地方政府无法借贷了，不然仅仅是国有企业股权套现可能的成千上万亿的资金需求，就对利率形成极大的支撑，进而导致股票市场的估值无法上行。

其次，MBO 的特征就是要便宜。诸位把股价炒那么高，那不是不给管理层面子吗？嘿嘿，人家怎么可能在 MBO 之前就释放业绩呢？肯定要拼命隐蔽资产。

最后，市场会反复地失望。因为谁会相信我前面这些疯话呢？我自己都不信！

至于标的嘛，我都跟大家讲了，反正我觉得万华可以 MBO，茅台可以提升效率，还有……

普罗米修斯分牛的故事讲完了。附赠后记：

后来，普罗米修斯用茴香秆巧妙地偷走了天上不灭的火种，教会人类使用火，摆脱了黑暗和饥饿，宙斯派潘多拉带来了她的魔盒，把瘟疫、战争传播到世间，却把希望关在盒子里，这便是人类获得火种的代价；然后宙斯用无法挣脱的绳索和铁链捆绑了普罗米修斯，在高高的高加索山上，用长矛剖开他的胸膛，白天让自己的鹰去啄食他的肝脏，夜晚肝脏又长出来，这样的惩罚无休无止。

附录 B：个人“好生意”投资语录

（1）如果一笔投资必须让你变成这个行业的专家，去学会许多专业词汇，去参加各种专业会议才行，这绝对不是一个好主意。寻找好生意的关键是回到投资人的角度来看问题，而不是去成为各种二手专家。找到业务和生意的本质，之后再去丰富具体的细节。投资本身就是一个专业，别忘了这点。

（2）关于什么是好生意，巴菲特举过两个例子，一是，他在某大学演讲。学生问，哪些公司是好公司？答：吉列占全世界刮胡刀片的市场份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60%。我是吉列的股东。每天睡觉之前都想，全世界有 20 亿成年男人即使在我睡觉的时候，他们的胡子都在继续生长。每每想到这里，我就睡得很安稳。二是，有人问巴菲特怎么看待互联网革命，巴菲特说人们嚼口香糖的方式不会因为互联网发生任何改变。

（3）投资最难的地方不是搞懂已经存在的事实，而是比谁看得更远、更准。

（4）人们都希望找到伟大的公司，但实际上伟大的公司是需要同样伟大的投资人与之匹配的。那些不具备深刻思维和前瞻性的人，那些太自作聪明、总想走捷径的人，那些浮躁多情耐不住寂寞的人，即便是送给他一个伟大的公司也不可能把握得住。投资的天花板，其实就是我们自己境界的极限。

（5）无论市场处于何种情况，如果投资者都坚守以企业经营为衡量标准的“商业价值”，那么在牛市中跑输市场是大概率事件。毕竟没有线的风筝（无法证伪、没有估值基准的企业）在大风中，会飞的更高。当然一旦风停了，这些没有线的风筝只可能坠落。赚市场的钱还是赚企业的钱？自己做一个选择吧。

（6）一些公司在顺风的时候，确实好像一般人也能经营躺着都能赚钱，其实这就像在牛市的时候散户赚的钱也可能最多一样。“护城河”当然是一个好东西，但好东西推到极致也会变成可怕的偏执。商业世界里“有限性”和“均值回归”从来铁面无私，对企业中长期经营态势的判断，是个复杂但极其重要的功课。

（7）或许在中国股市脚踏实地搞研究的人会被鄙视，毕竟多数人认为在中国做投资就是要听风识鸟。投资确实是一门艺术，但艺术也不代表可以放弃基本功天马行空。不管是判断行业还是公司的未来发展上，没有翔实的数据和逻辑证实，哪里来的大概率的模糊的正确的判断呢？所以听风识鸟的人往往用十年的眼光看，却只持有 1 个月。投资是垂直攀岩而非平路赛跑，一个失误可能就粉身碎骨，同时投资又是一条漫长的路，20 年后谁会胜出呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（8）看着那些由于自己固守一些原则而放跑的大牛股，要说没有遗憾是假的。但是我却更加清楚，那些看起来遗漏了几个大牛股的“行为准则”，却可能是避免我的资本在长期的投资旅程中遭遇重大风险和打击的保护伞。如果说放跑了牛股是一种遗憾，那么为了捕捉这种可能性而放弃安全边际，则是一种愚蠢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 06

挖掘“好公司”

判断一家公司是否属于“好公司”的特征有很多，比如产品的竞争力、企业的研发能力、生产营销和管理能力、未来的成长性等。大致归类了一下，一家“好公司”可以在以下三方面体现出来：①非量化指标：管理层、企业文化、商誉；②量化指标：财务报表；③核心指标：判断一个公司创造价值的能力（内在价值）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.1 好公司的几个非量化指标

企业的管理层能力、员工的综合能力、企业文化、企业的商誉等这些指标是判断好公司与否的重要指标，但这些指标是无法量化的指标。想要搞清楚这些指标，需要靠对企业进行长期的跟踪。比如，经常去实地调研或参加年度股东大会，去亲身感受企业文化，了解管理层和员工的优劣。另外，也可以长时间地跟踪企业的年报，通过观察年报中企业每年计划的完成情况，来判断企业管理层的言行是否一致，是否靠谱。

因为企业的管理层能力、员工的综合能力、企业文化、企业的商誉等都是无法量化的，且每个公司的分析方法也不尽相同，所以我无法展开详谈。可以展开来详谈的就是如何对上市公司进行调研。

彼得·林奇十分看重上市公司的调研，他的职业生涯中最重要的一项工作就是走访公司。他认为通过近距离的了解和观察，可以获得最直观、最真实的信息资料。这不仅能促使投资者做出正确的投资判断，而且更能增强投资者的信心。对于个人投资者来说，在拜访上市公司时很难接触到高层的管理者，这既是劣势也是优势。因为个人投资者不会引起上市公司的重视，所以，可以通过观察以及与普通员工谈话了解到最真实的情况。

对很多中小股民而言，股东大会多少带有几丝神秘色彩，能出席股东大会的，普遍都被认为是持股数达到一定级别的人。而事实上，是否具备参会资格，与持股数量的多少并无关联，人们之所以有这种错误认识，或许是没把买股票当作是对上市公司的投资。虽然作为普通的个人投资者，与上市公司打交道不如机构便利，沟通和交流的过程要相对坎坷一些，但是如果能找到行之有效的方法并持之以恒，或许最后反倒还能化弱势为优势。

6.2 如何进行高效的实地调研

下面介绍如何进行一次高效的实地调研：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.2.1 准备工作

（1）查询公司地点、提前预约。上市公司来访接待有一定的流程。尽可能提前预约，并要告知上市公司拜访人员的单位和姓名，获得上市公司确认后，方可参与调研。

（2）调研的具体时间。为了确保信息披露的合法合规，每个季度结束的一段时间或者定期报告披露前的一段时间，都可能是上市公司的静默期。调研上市公司最佳的时间是定期报告披露以后。

（3）了解拟调研的公司。最起码要读一读公司这几年的年报，甚至是招股说明书。对公司所属的行业，以及公司在行业中的地位、竞争对手等做一个初步的了解。

（4）提问的主题要明确而简短，有针对性，毕竟时间有限。

（5）掌握询问问题的范围和尺度。不要涉及内幕信息。

（6）可以准备一些合理的意见和建议。

6.2.2 调研时的提问和技巧

（1）原材料的趋势（成本），如果是中游企业可以顺带了解供应商情况。

（2）产品价格的趋势（毛利），如果是下游企业，可以了解一下需求的情况。

（3）产品的产能、出货量变化与趋势。

（4）新产品或新项目的进展情况。

（5）客户的订单情况（新增客户或客户流失情况）。

（6）竞争对手情况。公司对竞争对手的看法很重要。如果是对竞争对手比较抗拒，这可以理解。但如果公司对竞争对手非常赞赏，这种情况就要引起注意了。或许这是另外一个好的投资机会。彼得·林奇在书中曾谈过，他去调研的时候往往会获得同行业中更优秀的一家公司的信息。

（7）注意倾听上市公司的措辞和表达。

（8）其他很多问题都是需要根据不同的公司做不同的准备。这里以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家境外券商研究员在 2006 年对中国铝业管理层拜访时所提的主要问题作为参考：

（1）你们对铝矾土的供应有担忧吗？

（2）产品的价格怎样？

（3）铝矾土供应会成为你们竞争对手的生产瓶颈吗？

（4）国家发改委最近会批准新的冶炼项目吗？

（5）你们对非中铝系统冶炼商新增氧化铝产能有何看法？

（6）非中铝系统氧化铝冶炼商的前景如何？

（7）有迹象表明未来行业内还有新增产能吗？

（8）你们对下一步行业整合的预期是什么？

（9）你们的销售长单比例有多少？

6.2.3 高效调研时需要注意的事项

（1）不要询问未经披露的具体数据，也不要直接询问业绩增长这样的问题。

（2）不要过多探询公司内部发展计划。总怀着打探内幕的企图，会引起公司反感。

（3）不要未经上市公司许可公布交流录音、全文记录等。上市公司是欢迎投资者撰写投资心得或公司点评，但口头沟通的内容与公告和定期报告相比，在严谨性、准确性方面都略逊一筹，所以一般不要录音。

（4）不要直接质疑报表中的数据。毕竟上市公司的财务报表都是经过审计的，更应该询问蹊跷数字背后的原因。如果投资者有足够证据认定公司财务报表造假，最好的方式是投诉，而不是与上市公司的相关人士针锋相对。

（5）最好能向公司表明你长线投资的动机，这样才能更容易赢得公司的信任。

（6）和公司熟悉之后，尽量避免在股价大幅波动或者出现重大负面消息时去打扰，这样会让对方比较为难。只有彼此尊重，相互理解，交往才会长久。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）虽然可以适当提出一些合理化建议，但不要随意对公司的经营和投资进行干预。

（8）不要和管理层走得太近，容易受到情绪的影响，投资要保持独立性。适度与管理层保持距离，则更容易站在一个客观的角度去分析评判企业。

6.2.4 实地调研之外的其他沟通方法

除了实地调研外，还可以通过电话、邮件、各种投资者关系交流平台与上市公司进行沟通。

（1）个人投资者很多时候并没有必要去上市公司实地调研，更多的时候可以通过电话、邮件、投资者关系交流平台进行调研，同样可以直接获取想要知道的信息。

（2）电话沟通和实地提问略有不同，要讲究沟通技巧。可以想象，如果你是 IR 经理，每天接听问题雷同的问询电话会是怎样的心情，这会影响他（她）回答你的问题时的状态。所以，提问之前的准备工作要做好，多问一些有专业水准的问题，才能激发 IR 经理们提供更多信息的兴趣。

（3）如果你非常看好这家公司，完全可以和这家公司的 IR 建立长期的关系。这样可以更方便地确认公司的进展状况。这肯定不是几个电话就可以搞定的，需要经常沟通。

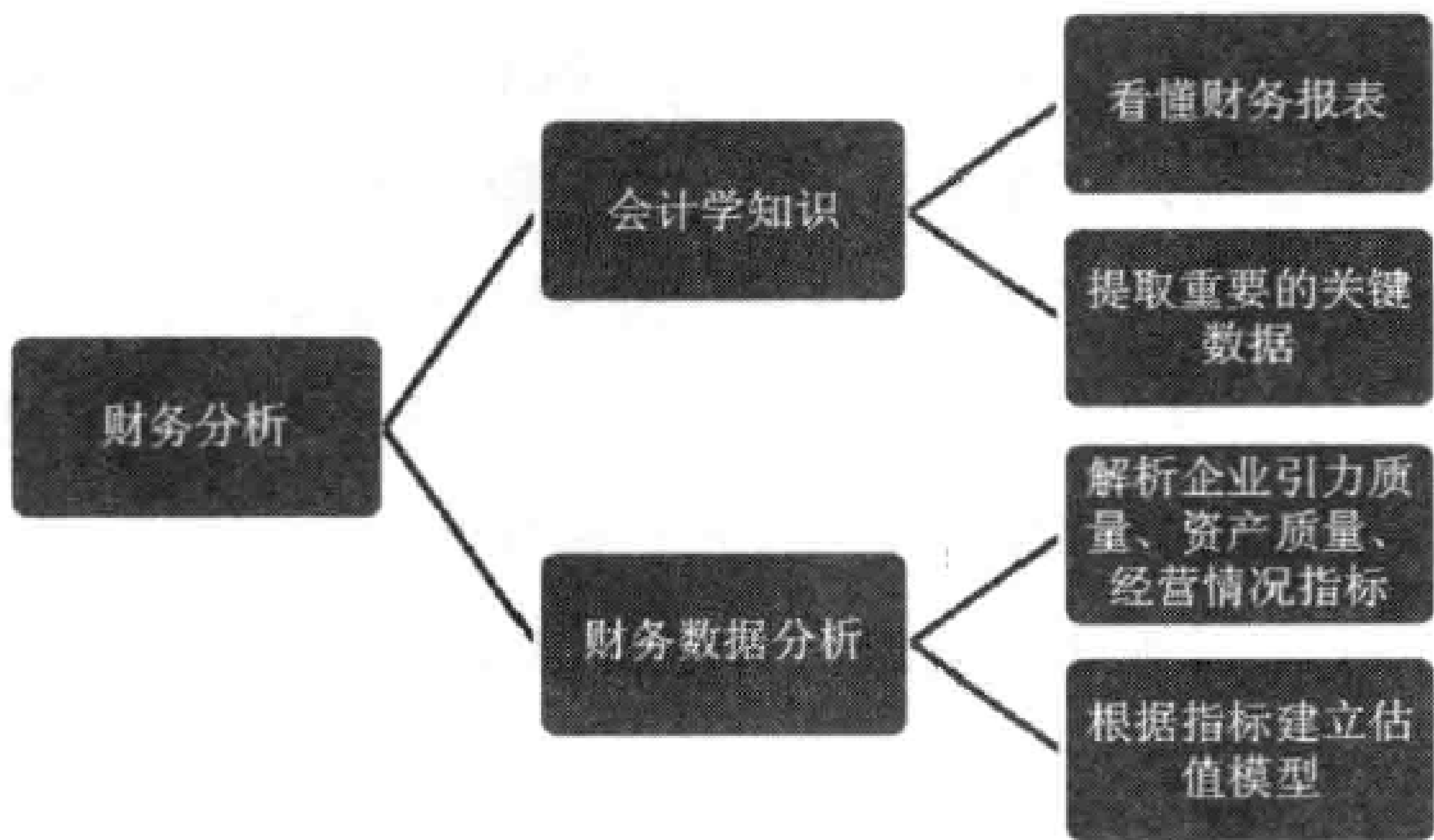
6.3 财务数据和估值模型的分析计算

在中国这个以“炒作”为主的市场里，可能会有不少人认为会计学知识是没用的，财务分析是没用的（听风识鸟炒题材是多数人的最爱），特别是有很多资深的会计学、经济学专家也同样做不好投资，更是加强了这一逻辑，但我认为这是大大的谬论，学会财务分析非常重要。

6.3.1 财务和估值分析的过程

财务和估值分析是一个循序渐进的过程：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以上步骤是比较传统的财务和估值分析的过程，也是很多资深学院派止步的阶段，甚至也是很多人投资失败的原因。

为什么有的人对财务数据和估值模型的分析计算能力很强，投资却失败了呢？因为学院派很容易陷入一个误区。以“现金流贴现”这个最常用的分析模型为例，很多资深“学院派”非常强调现金流，他们把源源不断的现金流作为判断好公司的唯一标准。重视现金流本身是没有错的，但多数人过分重视了计算，却忘记了投资的本质，于是就陷入了无穷无尽的细枝末节的计算中，从而迷失了自我。

所有财务分析最重要的意义是在于：透过冰冷数字的背后，搞懂企业所隐含的问题或机遇；理解估值模型的含义，看透生意模式和企业经营的本质。

这里，对基础的会计学知识的学习，以及对上市公司财报的分析不是本书讨论的重点，市面上也有很多相关的学习材料，这里没必要详细展开。所以接下去重点介绍的是如何透过“现象”看“本质”。

6.3.2 企业的内在价值

我们常见的估值指标或模型有：PE、PB、PEG、FCF、ROE、ROIC 等。而我认为最能反映一个企业内在价值的量化指标应该是投资回报率（ROIC）或净资产收益率（ROE）。

为什么是 ROE 和 ROIC 两个指标呢？现在对企业的估值主要从每股收益增长、净利润增长、营业收入等方面进行评估，但实际上利润的增长与企业股东的投入是息息相关的。成功的投资应该是投资回报率要大于投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本要求的回报率。并且单纯地用 EPS、PEG 等估值方法完全可能是个伪命题，比如，A 公司去年赚了 1 万元，今年赚了 10 万元，十倍；B 公司去年赚了 1 亿元，今年赚了 2 亿元，两倍。哪一个更好？在现实生活中，谁都知道 B 公司好。但在资本市场上不是，因为人们总是很短视，只看增速（特别是中国市场）。而 ROIC 和 ROE 直接反映了公司的投入产出的效果，它告诉我们一个公司到底是创造价值还是毁灭价值。有没有竞争优势，业绩是不是昙花一现式的惊艳，成长的质量如何。

ROE 是经典的杜邦分析法，很多投资书籍都有介绍，常见的股票软件基本都有其具体的拆解公式，这里就不详细介绍 ROE 的具体应用了，只提一点，很多“价值投资者”在利用 ROE 选择股票时，往往会有一个误区，那就是毛利率越高的品种 ROE 越好。产品的毛利率固然重要，但是销售周转率同样重要。如果某种产品毛利率高，但是销量低，那么实际 ROE 也会受影响。反过来，如果某种产品利润率低，就是销量高，销售转率高，那么实际 ROE 也不低。

对于一些零售企业，我们知道其销售毛利润很低，净利润率更低，但是公司的周转非常快，ROE 也可能会有 30%的回报（不考虑负债杠杆因素）。因此部分企业愿意以较低的利润率换取更高的周转速度，从而提高 ROE 水平。所以，从 ROE 的角度看，一家企业，要么选择高利润率低周转率（如奢侈品等产品高附加值的行业），要么选择低利润率高周转率（如快速消费品和零售商）。如果利润率和周转率都不高，那么这家公司恐怕前景令人堪忧。不过想要保持高利润率的同时还有很快周转的企业非常罕见，因为这样的情况出现，就意味着行业存在巨大的盈利空间，很快会成为热门行业，随后引发资金大量涌入，形成激烈的竞争，毛利率自然而然的下滑（例如前几年的触摸屏行业，上市公司欧菲光、长信科技毛利率只在高位维持了一年，随后便大幅下滑）。

如果简单地来看，ROIC 可以近似理解为 ROE，但本章主要详细介绍一下 ROIC 这个指标，我个人认为它在大部分时候都比 ROE 好用。为什么说 ROIC 要比 ROE 好用呢？因为 ROE 衡量会计利润与净资产的比值关系，容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易受异常财务杠杆的影响，而 ROIC 衡量的是经营利润率，并且剔除了资本结构变动的影响。ROE 的高低并不能直接证明价值创造的能力，高 ROE 也许说明不了什么，而高 ROIC 明显是价值的正面因素，差的公司是“高投入、低（高）产出”，而好的公司则是“低投入、高产出”。比如地产公司如果光看 ROE，问题就出来了：因为地产项目都会用银行借款、债券融资与权益融资，计算出来的 EPS 及 ROE 的差异可能会极大。按现在的 PE 估值法，是很荒谬的，不同的融资方式代表不同的风险水平，高 EPS 完全可能是以更高的风险水平为代价的。所以有的公司虽然 ROE 很高，但这是建立在高杠杆、高风险的前提下（所以我们看到地产银行为什么纷纷破净，他们的 ROIC 其实并不高）。

先看一下计算公式：ROIC=NOPLAT/IC（其中 NOPLAT 是指息税前的收益*（1-税率），IC 是指期初的投入资本，包括有息负债、股东权益，扣除非核心经营资产）。

注意：（1）其中 IC 是指期初的投入资本，包括有息负债、股东权益，还要扣除非核心经营资产。

（2）要注意的是，有些优秀的公司有大量的超额现金，因此在计算初期投入资本的时候超额现金要扣除（比如像贵州茅台这样的公司，其货币资金占全部资产的 50%，历来存在大量的超额现金，因此超额现金应该视为金融资产而非经营资产）。

（3）NOPLAT 是指息税前的收益*（1-税率），NOPLAT 直接剔除掉了资本结构和非经常性损益的影响。注意，尽管应付账款也是公司的一种现金来源，但因其未附带明确的成本而被排除在外。实质上，ROIC 是生产经营活动中所有投入资本赚取的收益率，而不论这些投入资本是被称为债务还是权益。

（4）因此，计算 ROIC 的关键是对公司业务能进行快速分解，快速阅读公司资产负债表及报表附注，分解出公司的“核心资产”和“非核心资产”；快速阅读公司的利润表，分解出公司的“核心收益”和“非核心收益”。

这里举个简单的例子（**注：该例子来自网络，新浪微博名：豹豹_深圳**）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以贵州茅台、万科 A、海螺水泥 2007 年、2006 年的 ROIC 为例，这几家公司的业务结构都比较简单，非核心资产、非核心收益均不多，其中假设贵州茅台的现存现金有 70%是超额现金，计算 IC 时要扣除。

下表是计算结果，尽管不一定特别准确，但应该相差不远。我们会发现，同样是优秀的公司，这 3 家公司的真实盈利能力有天壤之别。

项 目	贵州茅台		万 科		海螺水泥	
	2007 年	2006 年	2007 年	2006 年	2007 年	2006 年
1.IC 的计算（亿元）						
期初权益	59.95	51.62	170.06.	85.81	85.40	68.54
起初有息负债	0	0	122.26	29.80	88.77	84.48
减：超额现金	31.20	27.20	0	0	0	0
减：其他非核心资产	0.5	0.1	6	4	0	0
IC 合计	28.25	24.32	286.32	111.61	174.17	153.02
2.NOPLAT 的计算（亿元）						
营业利润	45.25	24.87	76.53	33.89	31.71	22.42
加：财务费用	-0.45	-0.25	3.6	1.4	6.07	5.29
减：非核心投资收益等	0	0	2	0	0	0
经营利润	44.8	24.62	78.13	35.29	37.78	27.71
减：经营利润所得税（33%）	14.78	8.12	25.78	11.65	12.47	9.14
NOPLAT 合计	30.02	16.5	52.35	23.64	25.31	18.57
3.ROIC=NOPLAT/IC（%）	106.3%	67.8%	18.3%	21.2%	14.5%	12.1%

同样是绩优公司，这 3 家公司的盈利水准是有差异的，贵州茅台几乎算得上是赚钱机器，而万科和海螺水泥则只能算一般的“高投入、高产出”的公司。当然，万科和海螺水泥的 ROIC 已经接近 20%的水准（海螺水泥的实际税率只有 20%左右，不到 33%，此处未考虑这一点），肯定是远远超出了 8%～12%的 WACC 水准，绝对算得上是创造价值的公司，但这两家公司赚钱的能力与贵州茅台相比，的确不在一个档次上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然我认为 ROIC 更好，并不意味着他是一个“万精油”指标，什么时候都是最好最正确的。毕竟不同行业之间需要思考各个行业的属性，需要不同的思考分析，比如，有些行业能够用很低的资金成本放大杠杆来获得更高的利润，那么 ROIC 可能就不是很适合，这一点大家在投资的时候千万不能生搬硬套公式指标。

除此之外，WACC（WeightedAverage Cost of Capital，加权平均资金成本）也是一个伴随着 ROIC 的非常重要的指标（注：加权平均资本成本（WACC）是指企业以各种资本在企业全部资本中所占的比重为权数，对各种长期资金的资本成本加权平均计算出来的资本总成本）。加权平均资本成本可用来确定具有平均风险投资项目所要求的收益率。因为融资成本被看作一个逻辑上的价格标签，它过去被很多公司用作一个融资项目的贴现率。WACC 反映一个公司通过股权和债务融资的平均成本，项目融资的收益率必须高于这个加权平均资本成本，该项目才具有投资价值。**因此只有投资回报率大于投资的成本，这样的回报才有意义。**为什么这样说？简单解释一下：

一般而言，当增长率相对固定而投资资本回报率逐渐升高，市盈率也会相应提高。反之，当投资资本回报率相对固定而增长率升高时，情况会较为复杂。当投资资本回报率高于资本成本时，企业增长越快，利润就越高；当投资资本回报率与资本成本持平时，即使增长率较高，也不会创造价值；当投资资本回报率低于资本成本时，增长越快，价值损失越大。因此可以得出一个简单的结论，即只有当投资资本回报率高于资本成本时，快速增长才是一个好事情。

在不同的投资资本回报率水平下，提高企业增长速度将带来不同的意义。假设企业的平均资本成本为 9%，当企业投资资本回报率较低时（如 11%），收益增长 1%带来的价值增长只有 4%；但如果投资资本回报率很高时（如 25%），收益增长 1%带来的价值增长将达到 9%。这意味着，投资资本回报率越高，企业提高增长速度就越有意义。

上述结论对企业实践具有指导意义。企业的价值在增长率和投资资本回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率的双重作用下，两者间变化产生的各种组合会使企业得出不一样的估值水平和市盈率。那么，企业何时应偏重于发展，何时该偏重于投资资本回报率？

比如，医药行业的投资回报率非常高，可以达到 40%～50%，因此这些企业更重视的是如何加快发展，它们致力于推出新产品、加大现有产品的市场渗透率，相对而言，成本削减和运营改善方面投入的精力并不太大。

对于那些投资资本回报率较低（如 9%）的企业，这恰与资本成本持平，此时如果把投资回报率提高 1%，带来的额外价值将高达 25%；如果投资资本回报率已经很高（如 20%），也能带来一部分价值增长（7%），但幅度小得多。这意味着，提高投资资本回报率将使这样的企业受益匪浅。此时企业应该致力于进一步提高利润，比如，进一步实施精益运营，提高运营效率，削减成本，或者加价，从而提高投资资本回报率，这样对企业自身的附加价值是最大的。

很关键的一点是，企业如何在增长速度和投资资本回报率之间取得平衡。对于不同企业来说，这样的平衡点也是不一样的，要考虑企业当前的情况和所处环境，来选择更注重发展还是更注重提高效率。

综上所述，只有 ROIC 超出 WACC 的成长，才是真正有意义的成长；除此以外的成长，大都是不值一提的伪成长。当然，对于一些小企业，有些项目暂时是亏损的，但从长远看能取得不错的回报（从量化的角度看，我们可以允许企业或某个项目在发展初期自由现金流很差，但经营现金流不应该长期为负），这一点投资者不应短视。

注：**这里不再介绍 WACC 要如何计算了，此外 ROIC 和 WACC 看似计算时很复杂，但现在国内的不少软件，如同花顺、wind 都会直接计算好（近似值），参考起来非常方便，不用单独去计算了。**

说一句题外话，以 ROIC 的角度来看，中国股市大部分股票正在进行价值毁灭。相当多的公司长期以来的 ROIC 值只能维持在 6%以下，ROIC 不仅跑不过 WACC，甚至还跑不过基本利率，更别说通货膨胀，这类公司利润基数低，就算是利润突增几倍，又有什么意义呢？这类公司甚至根本不产生真正的利润，都是纸上富贵，或是依靠不断地圈钱，或是大幅度地使用了财务杠杆，表面的高收益对应了经营的高风险。但是，悲哀的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国的大部分投资人以业余投资散户为主，很多时候并不会去深入的分析，所以对于那些利润基数很低，但短期业绩能够爆发的公司，往往给出很高的估值，即便它们的盈利只是昙花一现。目前国内的券商机构的投研方法确实浮于表面，总是努力去做 EPS 预测，明知道一时的利润增长根本说明不了什么。投资需要的是理性，需要对公司的业务特性、所处行业的产业结构、公司的竞争优势进行深入分析和根本理解。浮于表面的 EPS 预测又有什么意义呢？

结论：投资的过程中需要定性分析一个公司的好坏时，ROIC 是非常好用的指标，它可以让我们过滤掉一些幻觉，让我们明白同样是赚钱，赚钱的能力是有差异的，有些公司赚钱很轻松，就是赚钱机器，投入少赚得多，而有的公司也赚钱，但需要不断融资。而最糟糕的公司就是那些“高投入、低产出”的公司。不管是价值股还是成长股，我们需要关心的都是公司是不是真正地创造了价值。尽力去找到那种“低投入、高产出”的公司，以合适的价格买到它。我一直坚持认为，如果公司未来的经营是不断毁灭价值，那么再便宜都不是买入的理由。站在好公司的角度上，不论是成长股还是价值股，真正的好公司必都是低投入高产出，同时拥有优秀的管理层（不至于产生高 ROIC 但低 ROE 的结果）。

6.3.3 好公司、稳公司、快公司

事实上，不同的投资观决定了每个人对企业价值理解并不只有单纯的 ROIC 一项。有些人喜欢“快公司”（成长性很高），有些人喜欢“稳公司”（风险很低），而我个人是以寻找 ROIC-WACC 较高的“好公司”，我选择“好公司”的逻辑前面已经介绍得很明白了，但要怎么去理解和量化“快公司”和“稳公司”呢？

这里转载一段“时间投资基金”的文章，可以很好地说明这个问题：

任何企业都有其内在的价值，不论是好的企业还是坏的企业，只是内在价值多或少的问题。而价值投资的根本逻辑就是在价格低于价值的时候买入，并最好留有一定的安全边际。相信价格会最终反映企业的价值。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点决定了任何的价值投资都必须以估值为基础。离开了估值的任何投资方法和模型都不是价值投资，即使是过去 3 年越贵越涨的 A 股也不例外。基础的公司财务知识告诉我们，企业的内在价值等于其未来的净现金流折现，具体量化公式：Free cash flow(FCF 自由现金流)=1/(WACC-growth)，进一步可以改写为：firm value(价值)=[NOPLAT * (1-growth / ROIC)] / (WACC-growth)。

其中：NOPLAT 为扣除调整税后的净营业利润；ROIC 为投入资本回报率=NOPLAT/IC；IC 为 Invested capital（投入资本）；WACC 为 Weighted average cost of capital（加权平均资本成本）。

这个公式可能稍微有点复杂，但这个公式是一切企业估值的基础，可以说是价值投资中的“牛顿定律”。我们不分析这个公式也可以明显地看出，企业的价值由且仅有三个因素决定：**未来的成长预期（Growth）、预期的风险（WACC）、未来的投入资本回报率（ROIC）**。这三个因素很显然地决定了价值投资的要素，即**选择快公司（高的未来成长预期）、稳公司（低风险投资）、好公司（高资本回报率）**，并在价格低于价值时购买（估值水平低）。任何的价值投资都必须基于这个逻辑。

我们选择 2006 年的所有 A 股上市公司，按照当年的投入资本回报率（ROIC）由高到低分为五组，由下表可以看出，最高一组公司的 ROIC 中位数达到了 21%。7 年之后的 2013 年，再回头看当年按照 2006 年资本回报率分组的五组公司，却能非常惊讶地发现，虽然 ROIC 的绝对值已经大幅下降（这也和 A 股上市公司的整体资本回报率下降有关），但 7 年前最“好”的公司，在经历了 7 年的风风雨雨以后，仍然有最高的投入资本回报率，还是最“好”的那一组公司。7 年的时间对中国的经济，尤其是资本市场而言已经相当漫长。但在前后长达 7 年的时间跨度里，以投入资本回报率衡量的企业分组没有什么根本的变化。

ROIC 中位数（%）	2006	2013Q3
2006 年 ROIC 最高	20.98	4.21
	9.89	3.46
	5.19	2.33
	2.21	1.89
2006 年 ROIC 最低	-0.22	2.03

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，再看看下表的企业成长性变化：与资本回报率非常不同，当年的蜗牛公司一组（2006～2008 年成长最慢的一组）居然成为成长速度的冠军；而当年的最快速成长公司一组到了 2011～2013 年则沦为的平庸的中间一组。明显可以看出，企业的成长性是快速回归中值的，没有哪个企业会保持高速的成长很久；今天的“快公司”往往不是 7 年以后的“快公司”。

平均成长中位数（%）	2006～2008年	2011～2013年
2006～2008 年成长最快	364.54	26.15
	117.8	32.24
	56.15	17.04
	4.18	16.57
2006～2008 年成长最慢	-101.37	32.78

通过比较不难发现，ROIC 几乎决定了投资的成功与否。投入资本回报率（ROIC）之所以重要，就在于它实质上相当于巴菲特的“护城河”概念。拥有宽阔的护城河的企业，能抵御来自竞争对手的侵袭和市场状况的波动，持续为股东带来较高的资本回报水平。在时间长河中，当年的“快公司”会迅速归于平庸，被资本市场遗忘；但当年的“好公司”，却仍然是好公司。

上面说过，企业的估值水平取决于“是否好”和“是否快”。比如，巴菲特，动辄以十数年为期限长期持有公司股票，既然公司的成长性会快速回归中值，自然选择“好公司”要重要得多，这就是为什么巴菲特反复强调企业的“护城河”却鲜见谈到企业的成长性，我想这也正是巴菲特一般不投资高科技成长股的原因吧。投资中，企业“变”的是成长性（如果是“成长预期”则更甚），“不变”的则是护城河所代表的盈利能力和持续资本回报能力。

当然，以上分析绝不是说企业的成长性不重要。在大起大落的 A 股，以及对业绩考察非常细致的中国资本市场，要求一个基金或个人连续持有某些公司的股票 7 年，确实太过困难。前面讨论过，企业的预期成长性是决定其估值的重要因素。那些高速成长的明星企业，投资者往往会在短期内对其未来的前景有着美好的预期，这些公司能在 1～2 年以内为投资者取得非常好的回报。与巴菲特不同，他有着大量的、长期限、低成本的自有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资资金，这一点大部分中国的投资者，无论是机构还是个人都做不到；所以在这一点上不能完全效仿巴菲特，些许有些无奈吧！

6.4 财务造假

由于中国股市体制的落后，违法造假成本太低，所以 A 股很多的上市公司都存在业绩造假或粉饰的情况，所以学会财务排雷是非常重要的技能，有必要单独列出来重点说一下（甚至有极端的观点认为在 A 股这样的环境里，财务分析最重要的用途就是用来排雷）。

6.4.1 读财报时的注意点

大部分投资者习惯于查阅公司的每股收益、净利润增长率、每股净资产、净资产收益率等少数指标，对财务报表不做深入研究。实际上，如果公司有粉饰报表的动机，这些指标都很可能被操纵。

或许很多人认为作为普通投资者要识别一家公司造假是很困难的事，只有财务专家才有这个能力，其实不然。我自己就不是一个资深的财务专家，但辨别大部分的不诚信公司基本上只要依靠基础的财务学知识就可以做到。首先必须坚持一个原则：常识。这两个字足以排除大部分有问题的公司，比如，一家企业的毛利率、存货周转、应收款等几个数据比同行业公司高得出奇，虽然不能一定认定这家公司是造假的，但偏离常识太远的东西需要你足够的警惕，如果没有能力分辨是否造假，那么你完全可以选择远离这个公司。

例如，万福生科造假案，虽然万福生科造假过程环环相扣，甚至伪造银行单据，造假隐蔽性很强，极为逼真，几乎无法被识破（万福生科的造假模式是用公司的自有资金打到体外循环，虚构粮食收购和产品销售业务，虚增销售收入，有兴趣的读者可以上网搜一搜具体的过程，这里不再介绍），但投资者几乎只单凭毛利率一点，就可以知道这家公司有很大的问题了。万福生科作为一个稻米加工企业，其主营产品之一的淀粉糖的毛利率变化如下：2008 年，万福生科淀粉糖毛利率为 27.7%，而西王糖业、鲁洲生物同类产品毛利率仅有 8.64%、8.72%；2009 年，万福生科淀粉糖毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

29.39%，西王糖业、鲁洲生物同类产品毛利率 12.76%、8.64%；2010 年，万福生科淀粉糖毛利率 28.13%，西王糖业、鲁洲生物同类产品毛利率 14.50%、9.80%。实在高得离谱。

此外，相对于表内虚构资产和隐瞒债务，表外的造假更难察觉，比如材料采购不入账，就相当于隐瞒应付账款，同时导致营业成本虚减，从而虚增收益。这样的财务造假极难发现。当然投资者也有很简单的识别方法，如果发现某公司的应付账款畸低（包括应付票据，要结合预付账款等项目），要合理怀疑该公司是否隐瞒债务，但显然发现隐瞒债务比发现虚增资产要难得多，要从公司现金流量中寻找表外融资（隐瞒债务）的蛛丝马迹。

说到底，判别造假与否最有用的还是多花点时间实地调研，多去了解一下公司生产情况和管理层，比如如果你了解王石的为人，就肯定万科不会造假了，所以万科的财务报表就显得十分安全。

6.4.2 业绩粉饰的常见手段

这里列举几个会计报表粉饰的类型和常见手段。

1. 粉饰经营业绩

利润最大化，这种类型的会计报表粉饰在上市前一年和上市当年尤其明显。典型做法是：提前确认收入、推迟结转成本、亏损挂账、资产重组、关联交易；利润最小化，当企业达不到经营目标或上市公司可能出现连续三年亏损，面临被摘牌时，采用这种类型的会计报表粉饰就不足为奇。典型做法是：推迟确认收入、提前结转成本，转移价格；利润均衡化，企业为了塑造绩优股的形象或获得较高的信用等级评定，往往采用这种类型的会计报表粉饰。典型做法是：利用其他应收、应付款、待摊费用、递延资产、预提费用等科目调节利润，精心策划利润稳步增长的趋势；利润清洗，当企业更换法定代表人，新任法定代表人为了明确或推卸责任，往往采用这种类型的会计报表粉饰。典型做法是：将坏账、存货积压、长期投资损失、闲置固定资产、待处理流动资产和待处理固定资产等所谓虚拟资产一次性处理为损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 粉饰财务状况

高估资产，当对外投资和进行股份制改组，企业往往倾向于高估资产，以便获得较大比例的股权。典型做法是：编造理由进行资产评估、虚构业务交易和利润；低估负债，企业贷款或发行债权时，为了证明其财务风险较低，通常有低估负债的欲望。典型做法是：账外账或将负债隐匿在关联企业。

3. 会计报表粉饰的动机决定会计报表粉饰的类型

基于业绩考核、获取信贷资金、发行股票和政治目的，会计报表粉饰一般以利润最大化、利润均衡化的形式出现；基于纳税和推卸责任等目的，会计报表粉饰一般是以利润最小化和利润清洗的形式出现。就国有企业和上市公司而言，危害性最大的会计报表粉饰是利润最大化，即所谓的虚盈实亏、隐瞒负债。

4. 利用资产重组调节利润

资产重组是企业为了优化资本结构，调整产业结构，完成战略转移等目的而实施的资产置换和股权置换。然而，资产重组现已被广为滥用，以至提起资产重组，人们立即联想到做假账。近年来，在一些企业中，特别是在上市公司中，资产重组确实被广泛用于粉饰会计报表。不难发现，许多上市公司扭亏为盈的秘诀在于资产重组。典型做法是：①借助关联交易，由非上市的国有企业以优质资产置换上市公司的劣质资产；②由非上市的国有企业将盈利能力较高的下属企业廉价出售给上市公司；③由上市公司将一些闲置资产高价出售给非上市的国有企业。

资产重组往往具有使上市公司一夜扭亏为盈的神奇功效，其“秘方”一是利用时间差，如在会计年度即将结束前进行重大的资产买卖，确认暴利；二是不等价交换，即借助关联交易，在上市公司在和非上市的母公司之间进行“以垃圾换黄金”的利润转移。

5. 利用关联交易调节利润

我国的许多上市公司由国有企业改组而成，在股票发行额度有限的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，上市公司往往通过对国有企业局部改组的方式设立。股份制改组后，上市公司与改组前的母公司及母公司控制的其他子公司之间普遍存在错综复杂的关联关系和关联交易。利用关联交易粉饰会计报表，调节利润已成为上市公司乐此不疲的“游戏”。主要方式包括：①虚构经济业务，人为抬高上市公司业务和效益。例如，一些股份制改组企业因主营业务收入和主营业务利润达不到 70%，并通过将其商品高价出售给其关联企业，使用其主营业务收入和利润“脱胎换骨”。②采用大大高于或低于市场价格的方式，进行购销活动、资产置换和股权置换，如前面所举的资产重组案例。③以旱涝保收的方式委托经营或受托经营，抬高上市公司经营业绩。④以低息或高息发生资金往来，调节财务费用。⑤以收取或支付管理费，或分摊共同费用调节利润。

利用关联交易调节利润的最大特点是，亏损大户可在一夜之间变成盈利大户，且关联交易的利润大都体现为“其他业务利润”、“投资收益”或“营业外收入”，但上市公司利用关联交易赚取的“横财”，往往带有间发性，通常并不意味着上市公司的盈利能力发生实质性的变化。利用关联交易调节利润的另一个特点是，交易的结果是非上市的国有企业的利润转移到上市公司，导致国有资产的流失。

6. 利用其他应收款和其他应付款调节利润

根据现行会计制度规定，其他应收款和其他应付款科目主要用于反映除应收账款、预付账款、应付账款、预收账款以外的其他款项。在正常情况下，其他应收款和其他应付款的期末余额不应过大。然而，许多国有企业和上市公司的其他应收款和其他应付款期末余额巨大，往往与应收账款、预付账款、应付账款和预收账款的余额不相上下，甚至超过这些科目的余额。其所以出现这些异常现象，主要是因为许多国有企业和上市公司利用这两个科目调节利润。事实上，注册会计师界已经将这两个科目戏称为“垃圾桶”（因为其他应收款往往用于隐藏潜亏）和“聚宝盆”（因为其他应付款往往用于隐瞒利润）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.4.3 关注不易被操纵的财务指标

下面，列举几个相对于利润不太容易被操作且有参考价值的财务指标。

1. 市销率

相对于市盈率来说，该指标是上市公司股票市值与该公司销售收入的比率。有私募做过一个跟踪模型，研究了上市公司市盈率和市销率对股价波动的关系影响，而市销率比市盈率还可靠。根据国外统计，通常情况下市销率等于 1 是最合适的。一般情况下，企业都是先出现收入的改进，后出现利润的增长，所以收入比利润更真实、市销率比市盈率更有效、收入比利润更快反映企业状况（当然这个指标也并不是特别牢靠，因为对企业和审计机构来说，帮助企业提前确认销售收入甚至虚构销售收入并不是很难的事情）。

2. 毛利率

毛利率就是销售毛利润除以销售收入。毛利率需要横向纵向对比，既要看公司历史上的毛利率情况，也要看同行业中其他公司的毛利率情况（毛利率过高或过低的现象不会长久持续）。

3. 三费

三费即销售费用、管理费用和财务费用，从理论上来说，销售费用很难操纵，而管理费用可操纵的猫腻最多，管理费用中最可以操纵的就是“计提”。比如有的公司计提绿化费、福利费，有的公司计提坏账损失，有的公司计提资产减值准备，这一切都会列入管理费用。所以，其中“猫腻”很多。而这些计提，多数不影响交税。这些都是上市公司弄虚作假、隐瞒利润的手段。当然，如果反过来，也可以成为故意增加利润的手段。比如，钢铁公司的资产减值，计提坏账。但如果某段时间后这块资产突然值钱，公司冲回这笔计提费用，那么当期利润也会大幅度增加。另外，折旧也是操纵利润的手法。总之，三项费用变化无穷，一家好企业，一般会保持三项费用的相对稳定。正常的企业，期间费用与销售收入成正比变化并保持合理递增速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 净资产收益率和投入资本回报率

净资产收益率和投入资本回报率将在下一节重点介绍。

5. 存货周转率

销货成本÷存货平均余额（如果公司的业务比较单一，基本上其销货成本可以用主营业务成本代替，其中，存货的数据一般用年初和年末的平均数）。这个数字最好不要超过 20%。也就是说，企业的存货额相当于两个多月的销售额比较合适。太多了，说明产品积压、资金占用过大。

6. 现金流

主要是弄清楚企业的利润是否真实，看它是否隐瞒了利润，看它是否有发展前景。现金流量表一般有三大项：经营活动现金流量、投资活动现金流量和筹资活动现金流量，其中重点是要看经营活动现金流量为正，很多企业是总体的现金流量余额为正，但经营活动现金流量为负，靠的是投资活动现金流量和筹资活动现金流量为正数来弥补的结果，说明这个企业的经营管理能力较差或者市场生存能力较差。相反，有不少企业在高速成长或投入期的自由现金流为负，但只要经营现金流为正，企业的经营就没有什么大碍。此外，企业年度报表还要提供一个附项，就是把企业净利润与经营活动现金流量的差额列出来，大家可以在这个表里详细了解到企业的资产减值、计提坏账、资产折旧、存货变化、应收款项变化等项目对现金流入的影响。通过这个表，基本可以判断出企业的真实业绩。

6.5 企业的永续经营能力

介绍完了好公司的各种指标，谈一点题外话。大家是否想过，一家企业真正的核心价值到底是建立在什么样的基础上的？是未来的现金流折现的多少？还是 ROE/ROIC 显示的内在价值的高低？其实这些都不是最重要的，我认为一个企业的核心价值是体现在其永续经营的能力上，因为一旦离开了这个假设，一切高回报，一切现金流都是浮云！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，我并不是说在做投资的时候要去找能永续经营的企业，显然这是不可能的事，但我们一定要理解这个假设的重要性，因为如果一个企业只能是短暂的辉煌，那么无论它现在有多么的辉煌都是毫无意义的。

举两个例子，如果你知道几天后你就要离世了，那么现在给你再多的钱、权、名还有什么意义呢？一个人的核心价值就是活下去。只有活下去，价值才能体现，名利才有意义。再比如，某个科技公司，发明了一项突破性的产品，瞬间大赚。假设你能看见未来，你看见 3 年后，这家公司能保持年均 100%以上的成长，那么你一定会给现在的公司很高的估值。但如果你再看，5 年后，因为竞争者太多技术壁垒或是新旧技术交替，这家公司破产了，那么现在的你又要如何估值呢？或许有人会说投资 TMT 行业的公司就是要不断地变化，真的是这样吗？虽然投资 TMT 行业要活在当下，但一些伟大的公司依然能活得更久，比如 Google、腾讯，他们的永续经营能力就很强，他们能够不断地创新和自我革命，这就是好公司价值的体现，所以他们的股价长牛。

可惜的是，大部分企业家喜欢吹着概念讲着故事，到处传销，而真正静下心来做实业同时能够带来长期稳定现金流的企业少之又少。但恰恰是这些脚踏实地的公司，支撑了经济的命脉。泡沫公司或许在有限的时光里能飞得很高，但没有未来。当下股市也是整个社会大环境的缩影，现在市场的大部分投资者根本不在乎一些公司 5 年后还在不在，已经彻底忘记了一个企业的核心价值是什么了。大多数人往往哪儿热闹就往哪儿去，真正懂得投资的人总是少数。说到底，投资是人性的反映，每个人的人生观价值观都不同，有的人追求高风险高回报，就算明知道公司 5 年后破产，也依然会奋力一搏，毕竟一万年太久，只能争朝夕。

6.6 “好公司”的特征总结

上市公司总体的质地应该是好于一般的企业，但大概率上还是符合 7 亏 2 平 1 赚的规律，注意，这里的 7 亏并不是指 7 成公司净利润会亏损，而是指能不能给股东赚到真金白银的回报。A 股上市公司中，ROIC（投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率）减去 WACC（平均资金成本），能够长期带来正回报的公司不足一成，大部分公司在毁灭价值，或者只赚到了纸上富贵。

对于“好公司”，不论是价值投资关注的企业内在价值还是成长投资关注的企业成长性（甚至包括趋势投机也是建立在分析基本面的基础上，否则就是赌博）其核心和本质都是一样的，优秀的好公司具有很高的内在价值，优秀的管理团队，能不断保持活力，常年保持高成长性。

通过对前面内容的解读，我们不难发现对于“好公司”的判断标准，可以量化的是少部分，因为没有人能够精确地判断一个企业的价值到底是多少，所有的精确数据都是对企业发展过程的佐证，所有我们需要了解的细节都是随着企业的发展慢慢而清晰起来的，我们要做的就是判断对模糊的正确，然后买入、持有、跟踪，最终拿住优秀的企业或半途决定放弃不够优秀的企业。

对于企业的商业、生意模式未来前景的判断，是决定这家企业需不需要做“好公司”判断的基础条件，因为如果一家企业在一个毫无前景的行业里生存（在没有一丝水的沙漠里，连沙漠之花都不会存在），那么即便拥有最优秀的管理层和员工，他成为“好公司”的概率也几乎不可能，巴菲特说宁愿买入一个傻瓜都能经营好的护城河极宽的公司就是想说明这一点。当然这些拥有优秀管理层和员工的企业可以选择跨界或转行，但如果是迫不得已做出的决定，往往意味着之前的生意模式已经走到尽头，在之前生意模式下优秀的管理层可能在新的行业里就会变得很平庸。这也是为什么“好生意”要排在“好公司”前面的理由。

附录：个人“好公司”投资语录

（1）如果一件事情听起来太美好，不像真的，那么它很可能的确就不是真的。

（2）市销率过高的股票，一定要小心。市销率过高，一般毛利或者市盈率也高，容易操纵营业收入和利润，比如 12 年的茅台，市销率在 10 左右，销售收入净利润超过 50%，举个极端点的例子：我现在持有 1000 亿市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的茅台（控股 40%），假如我另外买入 1000 亿茅台酒，则茅台公司新增销售收入 1000 亿元，新增净利润 500 亿元，通过市盈率杠杆 20，理论上茅台市值应该增加一万亿，我的持股市值也增加 4000 亿元，就算我把买的茅台酒倒入赤水河，我也赚大了。当然茅台不会这么做，不过其他公司就不好说了，市销率大于 10，通过制造新的销售收入来杠杆市值获利。中小板、创业板泡沫大的时候，这种情况到处都是。

（3）好公司会偶尔带来麻烦，但更多时候带来的是持续不断的惊喜；坏公司会偶尔带来惊喜，但更多时候带来的是持续不断的麻烦。好公司的股价是爬山，有休息甚至下坡的时候，但长期看不断刷新海拔；坏公司的股价是过山车，有时爬的高度让人欢呼，但长期看总会回到起点。我愿孤独地爬山，而非热闹的游艺。

（4）主营业务行业跨度大的企业价值不应过高估计，业务的繁杂会大大增加企业管理层未来经营的难度，实践证明，很少有企业能做到各项不相关的业务齐头并进。同时，也会增加投资者对企业价值思考和判断的难度。

（5）过度看重企业的重置资产价值，如土地、房产等，而忽视企业内在价值中最核心的主营业务状况。我们买的主要是企业主营业务的盈利能力，而不是其他。我们看企业的肌肉有没有增长，而不是肥肉有没有增长。

（6）很多人把必要条件当成充分条件甚至是充要条件。成功的背后一定是努力和勤奋换来的，但反过来就不是了。所以股价和业绩或者利好是不是充要条件，大家一定要明白，是不是业绩好有利好股价一定会涨？反过来回过头去看那些伟大的公司，都是因为利好或者业绩不断成长，才会长牛。

（7）利润表是喜剧片，越看越开心；资产负债表是生活片，看似平淡，却暗藏杀机；而现金流表是恐怖片，有的一上来就能把人吓死。

（8）彼得·林奇曾说过，一个钟情于资产负债表而不能自拔的人，多半不能成功，而芒格说过，对于一个拿着锤子的人，所有问题都像是一枚钉子。我们总能看到专业人士写出各种报告，对某个企业的某方面非常看好，比如财务分析、某个工程订单、某个专利技术，但如果这是建立在错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误的宏观逻辑上的，那么无论细节多么完美，也最终无法改变失败的结局。反之也是一样，有的公司会碰到各种黑天鹅事件，某些年份的财务报表可能也非常难看，但宏观看只要逻辑是对的，这些不妨碍他最终成为伟大的企业，对此，我们不能抱有偏见。

（9）在投资中与企业应该保持多远的距离是个问题。如果对企业的相关信息过于敏感，则很难想象哪个公司能够真的实现长期持有，因为以一个 5 年以上的周期来看企业的经营很容易出现阶段性的负面因素。但与企业离得太远，虽然忽略了杂波的干扰，但也可能忽视了危险情况出现的端倪。这个度的把握确实不简单。

（10）当一个企业的业绩明显低于预期时，最关键但也最困难的就是判断它到底是属于阶段性的经营波动，还是其长期供需格局和商业价值上的方向性、趋势性扭转。这在当时往往是持续几年的口水仗，而结果我们只能在多年后才确切无疑的知道。也许这正是投资的残酷所在，也恰是投资的魅力所在吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 07

买到“好价格”

相对于好生意和好公司，“好价格”可能是投资者分歧最大的地方了，本章的重点并不是教大家如何计算好价格，而是阐述好价格的真正含义，摒除大家对价格与价值的误区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.1 寻找真正的"好价格"

大多数投资者或许会认为"价格的好坏"就等同于"估值的高低"。所以估计读者在看上一章的时候就在好奇，为什么我会把财务报表和估值的分析放在"好公司"一章中？难道估值指标的分析不应该放在"好价格"的讨论范畴中吗？

我的回答是，我眼中的"好价格"并非简单的估值计算，我刻意把财务和估值方面的分析放在"好公司"一章，是想表达：**基本面和估值虽然是价格的基础，但并非决定价格好坏的核心因素**。所以从本章开始，我先要帮大家厘清"判断好价格等于判断估值的高低"这个误区。

上一章也谈到，不少较为专业的投资者（有扎实的基础知识，能对财务数据、估值模型进行分析和计算）在理解财务数据和估值模型时，因为盲目地计算数据而忘记了投资的本质，犯了形而上学的错误。同样，在寻找"好价格"的时候，不少投资者也往往过分看重 PE、PEG、FCF、ROIC 等估值指标而走入另一个误区：用估值的高低决定价格的好坏，要知道，估值的高低更适合用来评判公司的好坏。

为什么说价格的好坏不等于估值的高低呢？因为估值模型和指标只能告诉你一个静态的合理的估值区间（安全边际）。而对于"好价格"，必须先明确一点，那就是：股价短期的上涨和下跌根本不是基本面为主导的，而仅仅是人类情绪和资金偏好的变化推动的估值的变化。通过冰冷的数字而计算的估值模型，它们只能用来决定静态的估值区间（天花板）或安全边际所在。所以在市场短期的这种无效性下，你即便是通过各种精确的估值模型计算的"好价格"（安全边际和天花板），也完全可能被市场打的一文不值。所以牛顿说自己可以计算天体的运行，却无法计算人性的疯狂。这就是"估值等于价格"犯的错误。

所以，我认为基本面和估值模型并非找到"好价格"的核心因素，价格在短期只会受到市场情绪、人性偏好以及资金流向的影响。只有充分地了解市场先生的脾气，通过判断人性的变化和市场资金流动的方向才能最终找到买入的"好价格"。并且，这也是伟大投资者和普通投资者最大的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子，“逆向思维”或“第二层思维”就是最常见的对市场情绪和人性的理解。我们经常能听到一句话：利好出尽就要跌，靴子落地就要涨，一家公司公布了一份很好的财务报表，但股价却见顶回落，很可能是因为市场之前给的预期高于这份优秀的财务报表；相反，公司交出一份很差的年报，但如果市场此前给这份年报的预期已经达到了最坏的情况，那么即便是这份年报真的很坏，股价也至少不会下跌了，而且市场会出现该公司可能存在的盈利见底反弹的预期，所以股价反而会伴随着市场情绪的变化，形成估值和预期的双击上涨。所以搞清楚当下基本面和市场预期（估值）之间的差距远比搞清楚当下基本面的情况更重要。这一点不论是在以前信息流通较慢的时代，还是现在信息流通越来越快，市场反应也越来越有效的时代，都是一样的。

所以，**判断短期市场资金的偏好，可以帮助我们更好地找到好价格，**对此不论是什么风格的投资者都不能忽视，特别是自诩为价值投资不需要技术分析的人，千万不要因为一个公司出现了价值低估的情况就贸然买入，市场先生依然会把你搞的破产。因为各种估值指标更适合用来评价企业的好坏，而非价格的高低。价值投资的鼻祖格雷厄姆在计算安全边际后，还要再打折买入，这个打折就是对市场先生的敬畏。但到底是打几折，价值投资的理论是不可能告诉你的，只有市场先生才会告诉你。

那么到底要如何理解这位脾气古怪的市场先生呢？我认为从以下两点出发：①判断和抓住市场情绪和人性偏好的拐点；②判断市场博弈的方向。

7.2　判断人性偏好和市场情绪的拐点

想要能判断和抓住市场情绪和人性偏好的拐点，首先最重要的是学会逆向投资（反人性的投资），这也正是巴菲特口中的“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”。

7.2.1　无法量化、无法训练的能力

具体来说，在大熊市来临、个股黑天鹅、业绩拐点等出现时，很多投资者虽然对公司的基本面十分了解，也对未来公司的发展有很大概率的把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

握，但仍然抵御不了内心对下跌的恐惧，错失了买入的大好机会不说，反而丢失了宝贵的底部筹码。为什么？还是因为贪婪和恐惧打败了理性和科学。这时候能克服人性弱点、控制自我情绪、顶住恐慌压力，在大跌时逆向买入的人，就是掌握人性和市场情绪的高手。华尔街有句名言：“投资最难的地方并不是了解公司的基本面，而是了解市场人性并战胜自己。”

那么把握市场的人性、控制自我情绪，看透市场运行的本质，抓住情绪拐点是否可以量化成指标呢？很遗憾，这种能力是不可能量化成某个指标的，甚至无法通过后天努力去学习得到。

马克•塞勒尔曾在哈佛的演讲中说道为什么我们不能成为下一个巴菲特，他认为决定投资成功与否的核心因素并不是你有多么努力、有多么聪明、有多么丰富的知识、有很多实战的经验。因为知识可以学习，经验可以累积，方法可以模仿，但人性是无法复制的，性格是出生就注定的，几乎没有人能在整个职业生涯中达到25%的复合收益率。现实就是那么残酷，成为投资大师的必要条件可能在出生时就已注定了（这一点不仅是股市，在其他任何行业都一样）。

或许从短期来看，普通人能做到超出均值的胜率，但从长期来看，均值必定回归。无数的事实告诉我，伟大的科学家、商业成功人士、艺术天才、投资大师，这些超凡成就的伟人，几乎都具有异于普通人的天赋和人格，他们在性格上往往极度自负、高傲，不在乎他人的看法，与世隔绝、冷酷无情，看问题的角度异于常人……这些是绝对无法在后天的训练中复制的，都是上天在出生时就赋予他们的天赋。记住，全世界只有一个索罗斯、一个巴菲特、一个乔布斯……

所以，绝大多数普通人无论多么努力地通过不断学习、不断磨炼，提升了自己的投资水平和经验，也不能成为顶尖的投资大师，最多只能成为一名相对优秀的投资者。但这就足够了，精确的“择时”能力虽然是天注定的，但一般的“择时”能力和优秀的基本面分析能力可以后天学习。特别是在中国A股这个大多数人根本不懂基本面分析和根本无法面对人性的弱点，对价格过于关注，对价值过于漠视的市场中，做一名优秀的投资者足以战胜多数人了。

或许很多读者读到这里，也会质问一句：人性和市场这种虚无缥缈的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法量化的东西真的是决定投资成功的核心因素吗？我的回答是肯定的，因为投资是一门艺术，并且人性千百年从未改变，未来也永远不会改变（除非我们都成了机器人）。

7.2.2 不要企图抓住所有的机会

再多说一句，即便是巴菲特这样的人性判断大师，他也并不会试图抓住所有的机会，虽然他往往能在市场极度悲观时买到好价格，但在市场出现泡沫时，反而会在泡沫初期就选择慢慢退出（即便这个泡沫还会变得很大很大）。

或许很多人会嘲笑巴菲特、芒格等人的迂腐，认为他们只会在低估时买，在估值合理或泡沫不大时卖出，不会试着去赚泡沫的钱。所以有很多人崇拜人性研究大师索罗斯，但先不提索罗斯的投资思路不是利用泡沫，就说像索罗斯这样的天赋有几个人有？像索罗斯这样强大到足以改变市场情绪的资金有几个人有？所以，大多数人能预测准市场情绪多半只是靠运气。我建议大多数平庸没有天赋的各位投资者，还是不要盲目揣摩人性了，有这个时间还不如老老实实的像芒格那样，研究好基本面，足够活下去了，靠运气成为幸存者显然是不现实的，这样买股票还不如买彩票。

另外，除了在市场极端情况下利用贪婪和恐惧的人性来抓住市场的拐点外，当市场处于平衡状态时，有另一种典型的市场情绪也很重要（重要性不亚于贪婪和恐惧），那就是希望（Hope）和期盼（Wish）。

过高的希望和期盼往往会使我们过分自信，导致过高的价格追涨或者过低的价格卖空，甚至过分自信重仓单一品种而遇到黑天鹅。

所以巴菲特总是强调本金的安全，永远把风险意识放在第一位，降低自身的期望，对自己多一些怀疑很有必要。虽然这可能会让你在牛市中跑输市场（更别提那些极度自信的高杠杆投资者了），但这不妨碍巴菲特等大师长期跑赢市场。

有一本关于交易心理学的书《交易中的心智优势》（Mental Edge in Trading）中说道，希望和自信是交易中最大的敌人。该书的作者杰生•威廉姆斯是交易大师拉瑞•威廉姆斯的儿子。他跟踪访问了 50 位世界顶级的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易大师后发现他们有一个共同点，就是对市场不抱任何希望，同时对自己的头寸（Position）不抱希望，甚至信心不足。同样，在诺夫辛格的《投资心理学》（The Psychology of Investing）一书中，作者发布了他的研究成果：自信与交易量呈正相关关系，但与交易的净利润呈负相关关系。过度自信与风险厌恶有关：①会选风险较高的股票；②会选分散较低的投资组合。

7.3 判断资金博弈方向以及判断技巧

判断资金的博弈我认为也算是一种"技术分析"。不过先不提资金博弈的判断，事实上，很多人就算是做投机，也完全误解了技术分析。K 线组合形态、江恩、艾略特等传统技术分析，在我看来都是"巫术"，根据历史推导未来的技术分析只是概率游戏。在我的投资体系中，真正的"技术分析"只有两点：要么是市场情绪告诉你的，要么是资金流向告诉你的。

再来谈谈资金博弈方向的问题。影响资金流动方向的力量分成两股，第一是没办法量化的：市场情绪和人性偏好引发的拐点，所谓的盘感也大多是建立在此基础之上的，依靠经验和直觉来决定买卖（对盘面的感觉是需要长年累月的经验积累，非一朝一夕）；第二是可以量化的：基本面以及盘面上反映出来的趋势对应量价的变化。当然对市场资金流动方向的判断既需要在长期参与市场博弈积累经验后转化的盘感，也需要利用量价和趋势的指标来辅助判断。

7.3.1 趋势对应量价的变化分析

第一点前面已经说明了，这里重点介绍一下"趋势对应量价的变化"到底是怎么一回事。

不过在此之前，首先我想说的是，通过趋势&量价来判断资金流动方向，这一点从某种意义上来说也算是"技术分析"的一种，或许很多基本面的投资者都会非常排斥"技术投资"四个字，这其实又是一个误区。特别是在 A 股这样的环境里，"技术分析"不仅需要，而且还非常重要！这是"好价格"体系中非常重要的一环。

技术分析为什么重要？技术分析的意义又何在？要明白，在 A 股特殊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体制下的环境下，市场处于长期不合理的状态（或许可以认可在特殊环境下A股是有效的，但一定是不合理的），所以在不合常理的市场里，即便你坚守价值投资理念，甚至是利用市场情绪逆向投资买入那些符合常识的优秀“三好”公司，市场也很可能长期不认可其价值。所以，为了避免过早地买入带来的时间成本，通过“技术分析”读懂市场“趋势”就显得十分必要了。最好的结果当然就是等待股票站在市场认可的“风口”上再进行投资（这里是指价值回归的风口，而不是题材炒作的风口）。所以通过技术分析判断股票“趋势”，重要性不言而喻。

当然我所谓的“技术分析”并不是看K线组合，看技术指标等传统意义上的技术分析，我认为真正的“技术分析”是通过市场情绪以及某些特殊的量化指标来判断股价的“趋势”。前面也介绍过，影响股价短期的因素并不是基本面，而是市场的博弈，而市场的博弈就是资金不断进出形成的结果。当市场资金形成了合力之后，那么这种一致性的预期就会使得股价短期的走势形成一个明确的方向，“趋势”就是这样形成的。

7.3.2 如何理解趋势和量价的对应

那么到底如何理解趋势和量价对应的关系呢？

众所周知，所谓股票天生就有两个属性，企业的属性和交易的属性。那么既然上市交易，股价短期就必然受到资金买卖的影响。所以但凡资金进入或离开，都必然会留下蛛丝马迹，长期的资金买入或卖出便形成了长期趋势，短期的资金买入或卖出便形成了短期趋势。

综观过往，A股可以举出很多经典案例，一些个股在趋势的关键转折点都是有明显的资金入场或离场的痕迹。下一节将以我关注的股票进行简单的说明。

7.4 我是如何买到好价格的

这里我以我关注的股票做简单的说明（下面列举的个股走势均截至2014年11月底，书籍正式出版的时间显然会相距较远，下面的分析也可在未来进行验证）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.4.1 通化东宝

下图所示为 2013 年 10 月底，我在写通化东宝三季报分析时的留存截图（这里省略基本面的分析过程）。简单地说，通化东宝在 2013 年胰岛素产品入选基药目录后，公司业绩大增，股价也同时大涨，底部算起翻倍有余。



当时最大的问题就是：我在此时才关注这个公司，虽然我认为股价大涨后公司已经显得不够便宜，但胰岛素行业未来空间巨大，公司的成长性也确定（甚至会超预期），目前估值也不能说很贵，那么现在是不是很好的买点呢？公司的估值到底是 40 倍 PE 合理还是 30 倍 PE 合理？市值又到底是多少合理？安全边际以及天花板到底在哪里？我认为，这很难用基本面或传统的估值计算来找答案，只能得出一个大概的买入区间。所以当时我认为，或许只有通过分析资金的一致性预期以及市场的情绪才是寻找买点的最佳途径。

2013 年通化东宝的三季报研报中我是这样分析的：

1. 趋势变化的判断

首先对于通化东宝来说，它的趋势判断并不是简单地看上升通道和下降通道，参照欧奈尔的理论：在熊市中创下新高的股票是值得买入的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

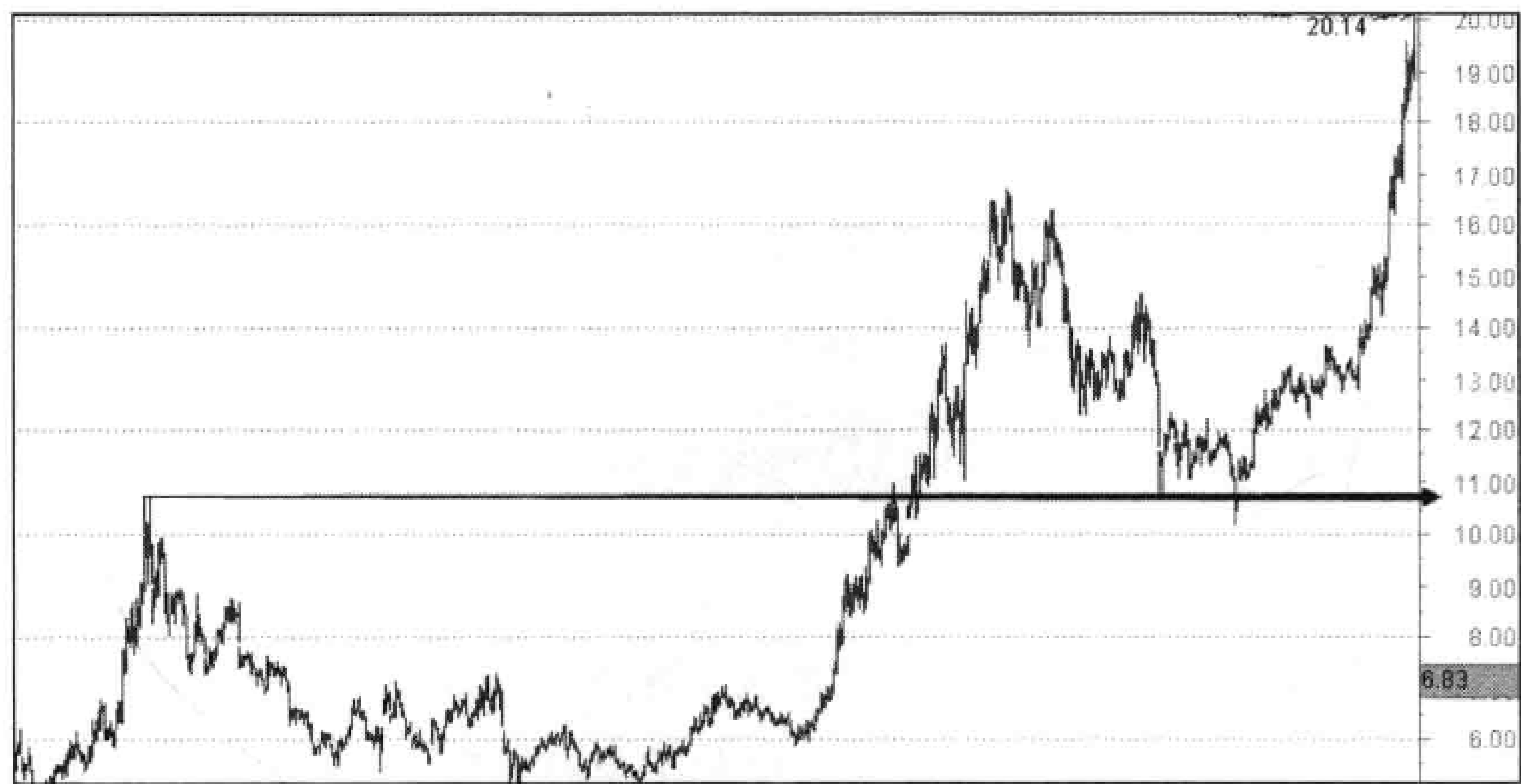
很显然，通化东宝在突破 12 元之后创下历史新高，趋势也是在这里发生了变化。

2. 量价关系的判断

上图中可以看见，通化东宝在突破历史高点 12 元之后曾有一日盘中大跌，几乎跌停，且成交量惊人，是平时成交量的数倍（图片可能看不清楚，大家可打开自己的软件查看 2013 年 5 月 20 日走势）。在基本面没有出现大的变化的前提下，这种放量大跌显得很诡异。如果是获利盘的卖出，那么放出巨大的量能意味着什么？更重要的是大跌恰好没有跌破 12 元这个重要位置。当时我根据经验判断，这里的放量大跌是一场大清洗，清洗的对象是那些在突破 12 元后买入的纯技术（赌博）型完全不懂基本面的投资者，而接盘的资金可能是前期底部建仓的资金或者是新增看好的资金，不管怎样都意味着 12 元是他们的“生命线”。

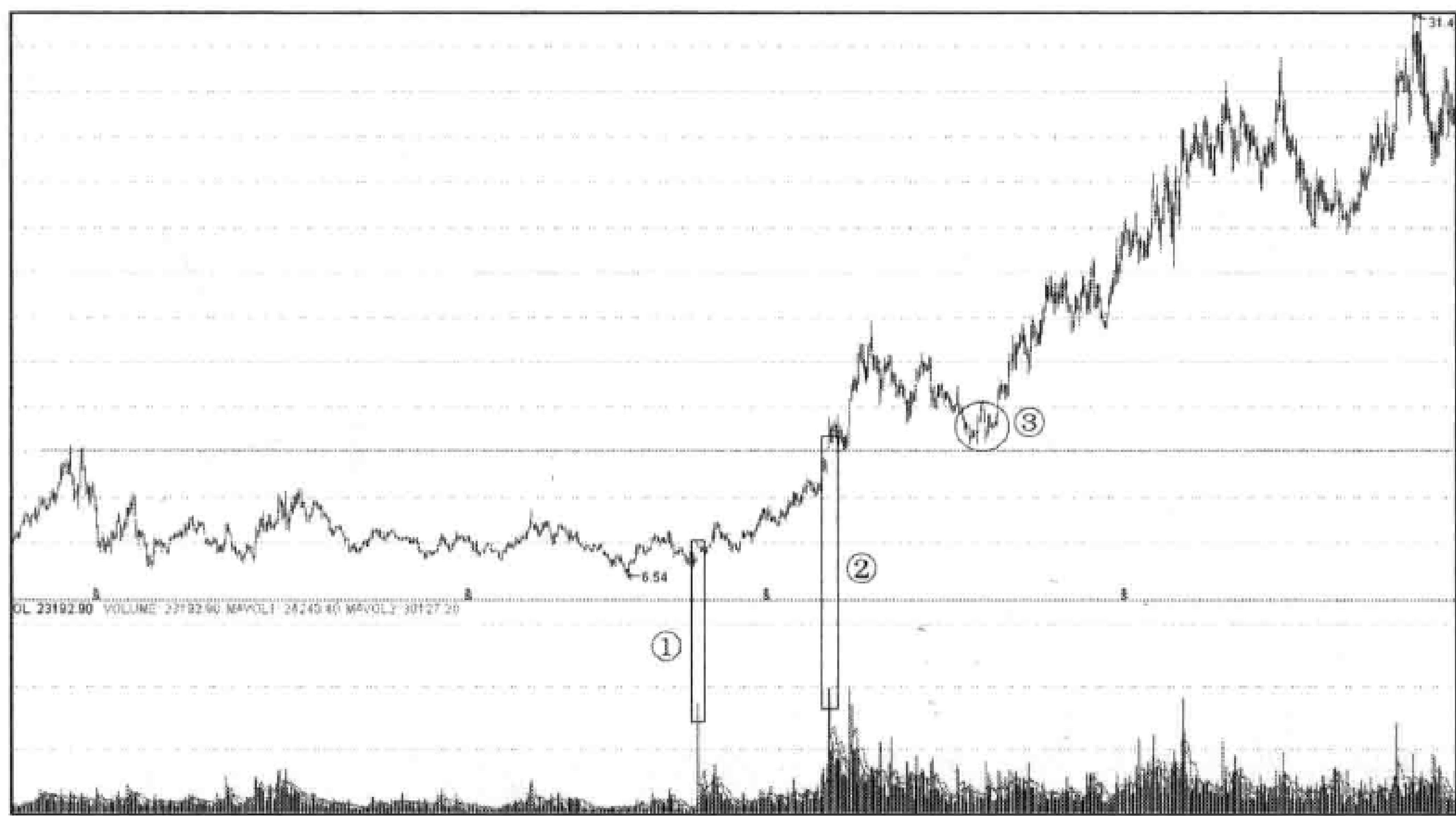
综合这两点，基本可以量化市场资金的一致性预期以及市场情绪的变化。大致可以认为通化东宝的主力成本线在 12 元附近（所谓的主力资金，事实上是指市场一致性预期的集中表现形式，并不是指某一个人的资金）。

那么当时判断的结果是否验证了呢？如下图所示（截至 2014 年 11 月 20 日走势），虽然股价在 14～15 元的位置有所反复，但最终仍回到 12 元这个价格（由于中间除过权，图中股价 10.5 元对应此前的 12 元）。如果在画线的 12（10.5）元低吸，那么之后成功获得翻倍涨幅。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里留给大家一个思考题，类似通化东宝形态的红日药业，对应图中的三个位置分别思考三点：①底部的放量阴线意味着什么？②突破历史新高为什么会出现跳空高开放量的形态？③突破后的回调为什么准确地回调到了前期突破的位置？想明白了这三个问题基本就可以理解红日药业为什么走牛了。



7.4.2 万科 A

或许多数人会认为利用市场情绪判断人性偏好和市场资金流动方向是用来判断顶和底的，但事实上，利用我“好价格”体系中的“技术分析”，不仅可以用来寻找建仓或卖点，也完全可以用在短趋势的加仓、减仓上。当然，这里我并不提倡对长期看好的“三好”标的做短期的高抛低吸，但在特殊情况下，对于一些战略配置的品种，适当做一些波段操作是有必要的。

这里以万科为例。由于像万科这样的大蓝筹每天的成交量都很大，各路资金均在参与博弈，因此，股价的有效性很高，相对小盘股而言更容易把握资金流动的方向以及市场情绪的高低点（特别是在单边行情里），然后根据这些“显著”的高低点就可以很好地进行补仓或减仓的操作。

下图所示为万科 2014 年 1～9 月的走势图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结合图中的文字，简单分析一下。

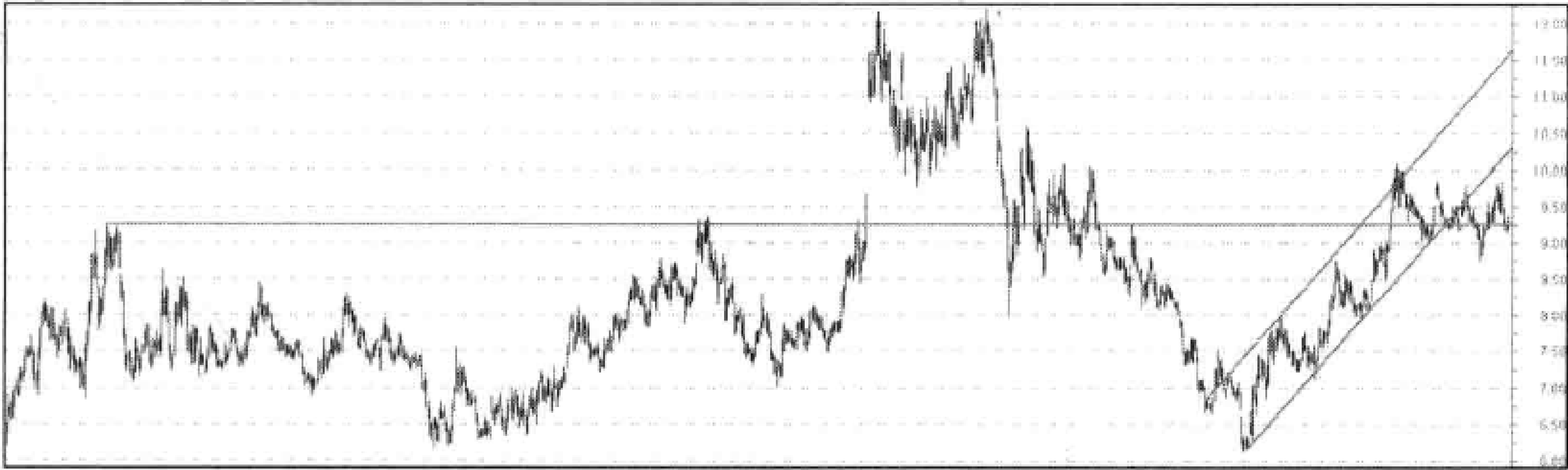
上图中的几个低点都出现了很明显的缩量，并且，缩量后反弹的情绪共振点出现在上升通道趋势线的底轨位置。为什么到底轨就有资金进场股价反弹呢？首先，稍微了解一下基本面。基本面的情况是万科经历长期下跌，股票的估值极低，股价已充分反映最坏预期（即便房地产行业周期继续向下），所以在没有更坏的消息的情况下，一个好消息足以引爆股价。万科在底部放量反转的起因也是几个好消息。万科 B 转 H 正式获批（AB 股差价巨大），同时事业合伙人大举进场增持。

在此基本面的前提下，股价瞬间从底部的 6.11 元拉升到 8 元。虽然是底部放量上涨，但很显然场外仍有大量的资金还未入场。踏空的资金需要一个加仓信号，而这个信号就是缩量下跌到上升趋势线的下轨，因为这里产生了投资者情绪的共振点。在上升趋势中，缩量碰到底轨意味着市场一致性预期见底——即在当前价格下市场的买卖意愿大幅降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，上图中的几个高点都出现了明显的放量，这也代表了市场资金博弈的心态——放量碰到上轨的压力，市场博弈的结果就是卖出（资金短期的流向是流出），股价自然见顶回落。

再来看之后的走势（2010 年 7 月至今 2014 年 11 月 20 日），如下图所示。



上升的趋势为什么在 9 月份之后戛然而止了呢？答案很简单，是因为出现了足以改变趋势的力量（压力），股价在短期猛涨到了 2010 年和 2012 年的两个高点，但显然要突破这两个高点很难（2013 年年初的涨停突破高点主要是公司因 B 转 H 的议案而停盘一段时间，而停盘期间大势向上，房地产股整体走强，故万科复盘后放量大涨突破）。所以在没有足够刺激的情况下，市场博弈的结果就是股价在 2010 年和 2012 年两个高点附近横盘，这是非常符合逻辑的。

至于未来能不能摆脱横盘的趋势继续往上，这就要再继续观察，如果出现如降息这种对行业的超级大利好，或者公司经营层面出现重大突破，或者其他消息的刺激（沪港通/深港通开通后），那么股价很可能就会打破横盘的局面，形成新的上升通道。

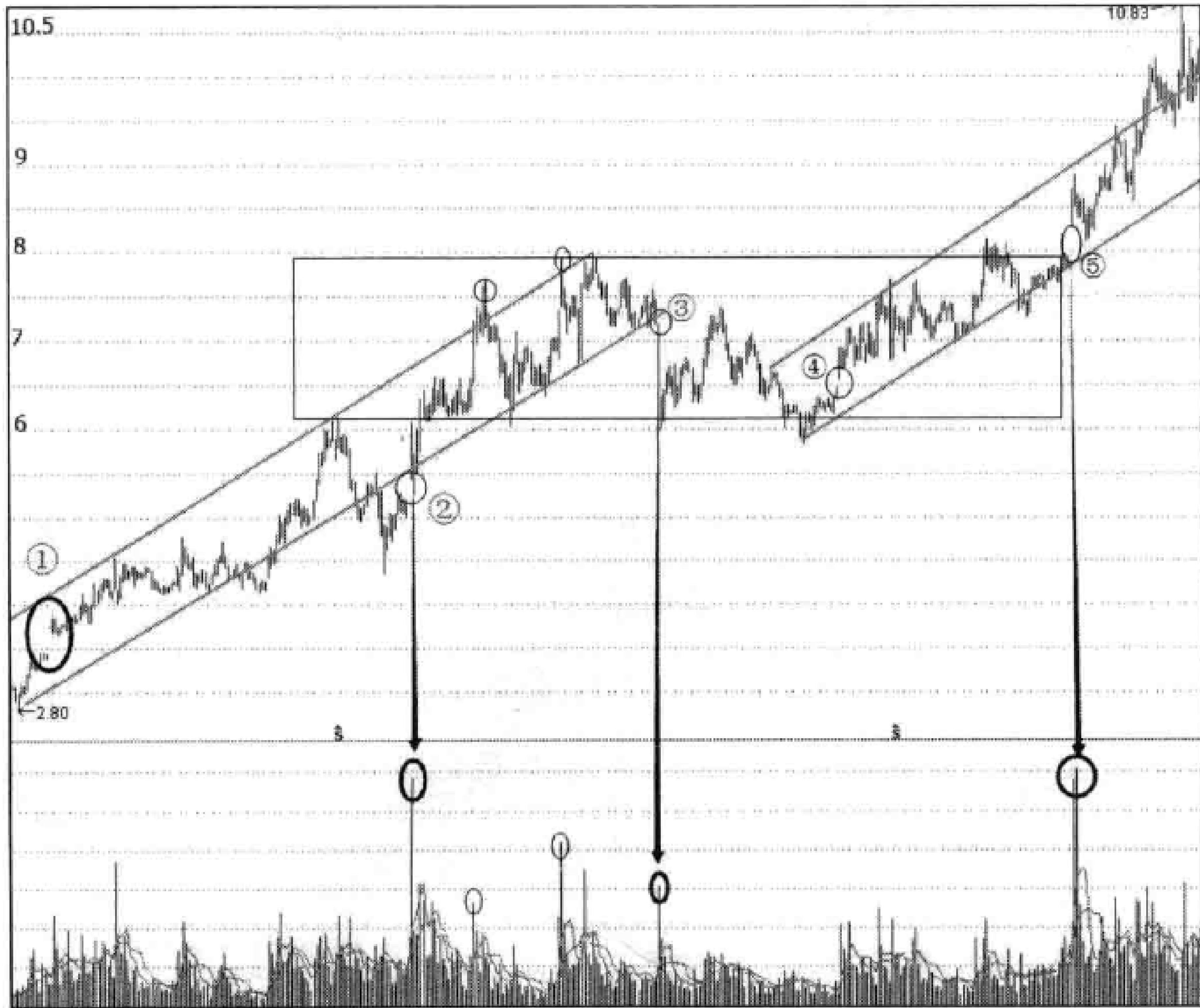
最后把豪迈科技作为思考题（下图所示为 2012 年 10 月至 2014 年 10 月的 2 年股价走势图）：①豪迈科技的走势是教科书级别的，想一想两次趋势切换的逻辑和市场的表现是什么？注意对比几个关键高位和低位的基本面信息以及量能的变化；②豪迈科技是不是已经到了趋势的末端（注意量能），平衡会随时被打破吗？为什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



7.4.3 诺普信

本案例将以基本面结合趋势的方式来讲述，如下图所示（2012 年 12 月至 2014 年 11 月 1 日）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位置 1：2013 年年初公司宣布回购，事后看这标志公司业绩的拐点出现了。当时股价以跳空涨停的方式，从此不再回头。如果当时没有深入了解公司的基本面可能出现拐点的话，仅从技术面上无法确定买入的信息，因此容易错过重仓的机会。简单说一下诺普信拐点的逻辑：公司之前一直采用经销商分销的模式卖农药，2010 年年底开始公司决定改革，培养自己的直营团队，不仅是为了更高的利润，而且更重要的是农药制剂的产品需要配套的服务，只有直营才能提供更好的服务，于是在花费巨资招聘数千人培养团队的情况下，公司 2011 年和 2012 年的营收小降，利润大降。这一情况直到 2013 年才有好转，公司直营（AK）业务的团队基本建设完毕，费用开始大减，利润大幅恢复，同时渠道改革的效果逐步体现，营收也开始恢复增长。(具体逻辑在下一章还会分析)。

位置 2：2013 年中报披露后，业绩的拐点已经非常明显，股价此时比回购价已上涨不少。但股价在年报前一度回调 25%以上，回到了之前的平台。此后诺普信毫无征兆地突然停盘宣告重组（收购上游公司股权），停盘近两个月后又宣告重组暂停（但后来一段时间还是完成了收购），但同时也公告引进农药巨头以色列马克西姆阿甘公司作为战略合作伙伴，股价最终仍然一字涨停，不过随后第二天股价高开至前期高点 6 元位置放出巨量后，高开低走（也就是图中位置 2）。如果不考虑基本面因素，位置 2 处的巨量大阴线有两个含义：一是双头成立的标志，二是新入场“主力”资金的建仓成本价。事实证明，在良好的基本面下，很容易判断位置 2 并不是双头，之后股价立马突破 6 元新高，奔向 8 元，当然这个过程也是完美的在趋势通道内运行，注意 2 个成交量高点股价接近上轨的位置，也都是短期的卖点。

位置 3：非常重要的一天。重要性体现在两点，第一，这是趋势的转折点，当天大阴线跌停彻底宣告了上升通道被破坏，至于当天跌停的理由也很无厘头，公司公告回购结束，因为回购宣布后股价快速上涨，回购数量很少，因此十大股东的诺安基金选择以跌停的方式卖出；第二，放量大阴线恰好没有跌破之前的新高 6 元的位置，这也再次说明了位置 2 的放量阴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线是资金的成本线，跌到这里就是补仓的机会。

位置 4：虽然在位置 3 的补仓后股价出现了反弹，但并没有出现改变市场趋势和情绪的力量，所以股价之后又再次下跌回到平台底部，开始缩量震荡，直到位置 4 的跳空缺口出现。高开高走的逻辑是当天诺普信公布了一份靓丽的年报以及一季报，同时公告了半年业绩预告，上半年公司的营收净利创下历史新高，至此可以说公司的经营拐点彻底确立，业绩证实，市场资金认可度大幅提高，当天股价高开高走，趋势就此一举扭转，新的上升通道开始了。

位置 5：就算你没有判断准位置 1 时公司的回购是因为基本面出现拐点，而错过了底部最后的加仓机会，没有关系；退一步说，就算你在位置 2 双头形态的时候犹豫了，错过了之后的上涨也没有关系；再退一步说，因为害怕你错过了位置 3 的大跌补仓，因为不敢追涨而错过了位置 4 的年报拐点确立，这些都没有关系。因为直到 2014 年中报后，仍有不错的买点。位置 5 处恰逢中报伴随着定增方案一同公布，当天股价跳空高开，恰好突破了 6～8 元这个横盘长达一年时间的大平台的两个 8 元顶部，并且伴随着巨额成交量，这是非常明显的新增资金再入场的信号，它们的成本大概就在突破价 8 元上方。因此，当时不论是从基本面还是从技术面（关于诺普信的基本面问题本书后面会再介绍），都是非常好的加仓机会（换句话说，未来如果股价出现下跌，回到 8～8.2 元这个缺口的位置，也是很好的补仓点）。

介绍完了股价在几个重要点位的大趋势大操作，再来介绍短趋势上的小操作（小操作大多数情况下可以不操作，但如果遇到新增资金，想要继续追加，那么需要关注小趋势的补仓机会）。

下图所示为 2014 年 7 月 3 日至 11 月 20 日的走势（位置 5 附近）。

图中三个点，分别对应三次补仓的机会：1.巨量后的部分短期资金卖出导致的回调；2.子公司被告罚款，当天低开 3%～4%；3.三季度业绩预告因子公司罚款而从 30%～60%的增速修正至 0%～20%，股价持续下跌。

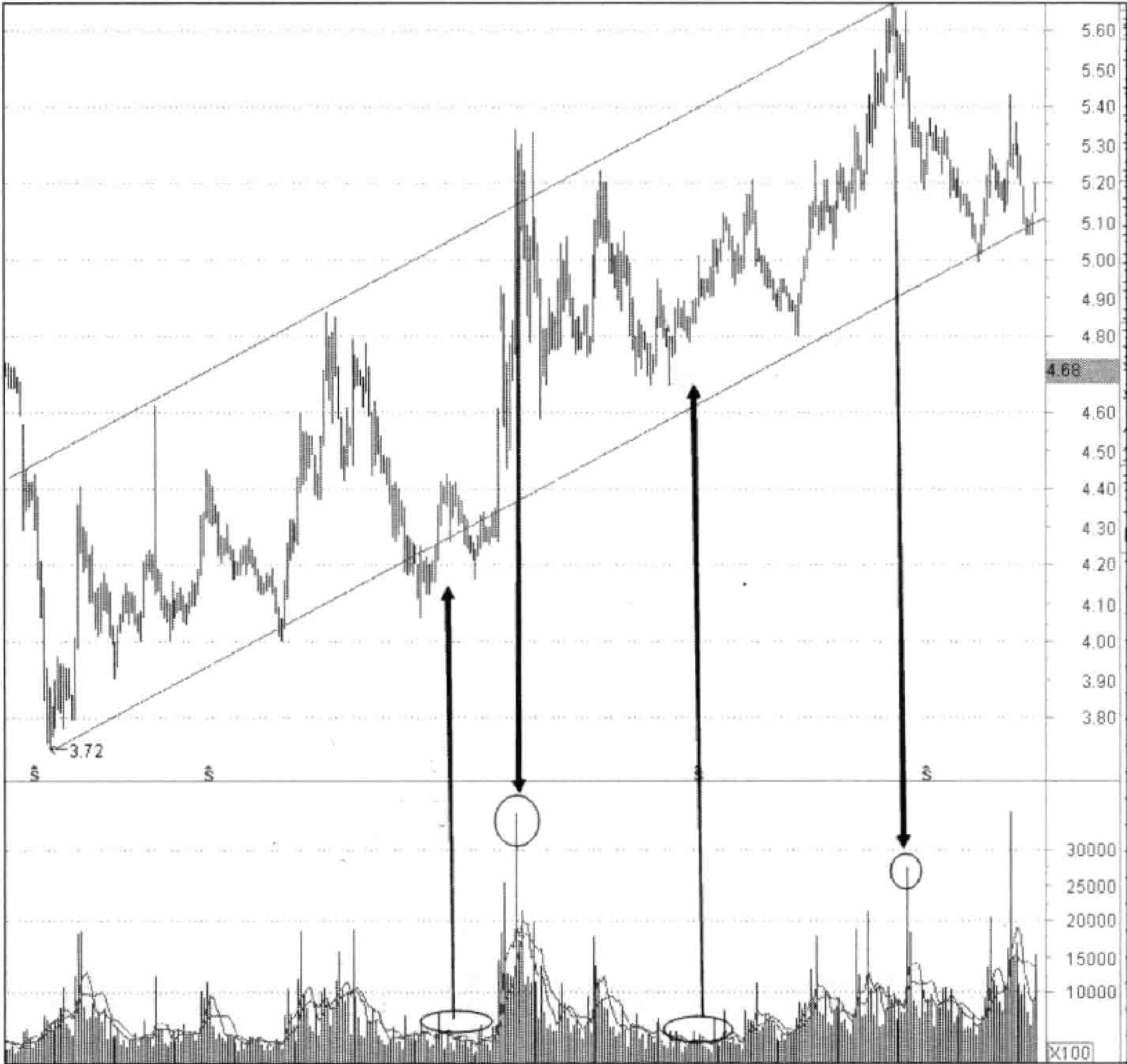
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这三次回调，非常准确地踩在了短期上升趋势线的下轨，也说明市场在这个下轨处形成了一致性的预期。面对不影响大局的利空，下跌便是最好的买点。当然放量碰到上轨也是短期的高点，长期看好的标的不说卖点，但至少不应该追涨，所以如果在 10.83 元那天突破上升通道追涨，那么短期就足够无法回本。

同样留个思考题：下图所示为中石化 2013 年 6 月至 2014 年 11 月的走势，同样，上轨放量多是顶部，下轨缩量多是底部，同时注意量能大小对应的股价关系，再把几个重要位置的基本面（混合所有制改革+财报的消息）配合着一起看，想一想基本面怎么和股价、趋势、量能对应的。事实上最是成交量密集、股本大的蓝筹股，量价、趋势以及基本面三者的结合就越有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



顺便提一下，留给建仓中石化的时间也不多了，除了银行外没剩多少高 ROE（>12%）又破净的品种了，如果不是原油价格压制的关系，中石化也早就脱离净资产附近了，且买且珍惜吧。

7.4.4 以不变应万变

例子就举到这里，想要把所有的形态都举例出来那是不可能的事。我举这些例子重点并不是希望大家生搬硬套这些形态，这不是重点，重点在于如何去理解和感受趋势的变化以及对应的量价的形态，只有真正做到理解，才能以不变应万变，才能更好地把握市场资金的流向以及市场的博弈、市场的情绪。

当然，这里希望大家要明白很多时候个股的趋势与买卖判断并不是简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单地画几张图几条线就可以解释清楚的，也并不是所有的形态都可以简单套用我画的图形来解释。同时，趋势和量价的判断不可能永远是正确的，我们要切记这只是一个重要的参考和辅助。还有一点重要的事：市场博弈的情况千变万化，需要我们有对人性对市场非常深厚的认知，巴菲特做了数十年才有深厚的功力，所以我们更应该对市场抱有敬畏之心，清楚明白自己不可能把握每一个高点或低点，尽量对长期看好的个股不要做高抛低吸，要做也只在极端情况下才做。

小结：

简单来说，抓住“好价格”的核心最终必须落到具体短线的买卖点问题上，具体的方法是：在理解市场情绪的基础上，通过盘感和一些量化指标（成交量&股价），判断出市场资金一致性预期的方向，抓住资金转向的瞬间。

很多人或许对“技术分析”不屑一顾，但对于长期看好且长期投资的个股而言，如果你不理解市场情绪和资金博弈的方向，意味着你想要买到好公司的好价格，基本只能靠运气。往往要不就是错过了最佳的买点，大涨才追；要不就是买的太早，痛苦深套。在这一点上，巴菲特、索罗斯等大师都是判断人性和资金博弈的高手。他们对自我情绪的控制和对市场的理解显然异于常人。切记投资的一半是艺术。

7.5 索罗斯的反射性理论

我认为索罗斯是这个世界上对市场、对人性、对趋势理解最深刻的投资者（之前在第 3 章已经介绍过了），在这里会详细地阐明索罗斯的反射性，了解为什么说反射性对我们找到“好价格”起到了决定性的作用。

学机械的读者都知道，一个系统工作时间越长越趋于不稳定，特别是在报废前的阶段，不稳定性导致的波动率会越来越大。金融市场上也是类似的。市场的不稳定状态往往是持续正反馈后的结果，索罗斯的反射性理论就是以此为基础，索罗斯不断地利用市场的不稳定状态获利。这里简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推演一下反射性的逻辑。

反射性的典型表现形式是反馈环。反馈环可以是负面的或正面的。负反馈使参与者的看法与实际情况接近，正反馈使两者背道而驰。

负反馈的过程是自我纠正的过程。它可以永远地进行下去，而且如果没有外部现实的重大变化，它可能最终达到均衡，这时参与者的看法符合事物的实际情况。从理论上来说，这应该是金融市场持续存在的现象（负反馈的极端情况也是作为经济学核心理论存在的“均衡概念”)。

而相反的，正反馈就是市场自我强化的过程（持续上涨或下跌），在正反馈的情形下，市场偏好不仅影响市场价格，甚至影响基本面，而基本面一般被视为市场价格的决定因素。所以价格不仅反映基本面，它们本身也将融为基本面之一，这种递归关系使得价格的演化变得不确定，从而出现均衡价格的严重偏离。

但正反馈不可能无止境地继续下去，最终一定会进入不稳定的状态。因为在市场打破均衡状态进入正反馈这个非均衡状态的时候，就已经意味着市场参与者的预期与客观事实之间存在偏差。随着时间的推进，参与者的预期会越来越远离客观现实，市场中的投资者也会逐步地认识到这种偏差，慢慢地承认其看法是不现实的。于是清醒的投资者开始对错误的偏差预期进行修正，使市场原有的主导因素开始变得脆弱。但与此同时，市场的惯性仍然继续存在，这种矛盾导致了系统不稳定的开始。而当市场正反馈到了极值后，即预期与事实之间的偏差达到了极端的状态，市场的非均衡（正反馈）状态就会被打破。所以正反馈起初是自我强化，但自我强化的时间越长，就会越趋于不稳定，最终成为自我毁灭，泡沫就是这样反复诞生的，这也是金融市场最基础的特性之一。

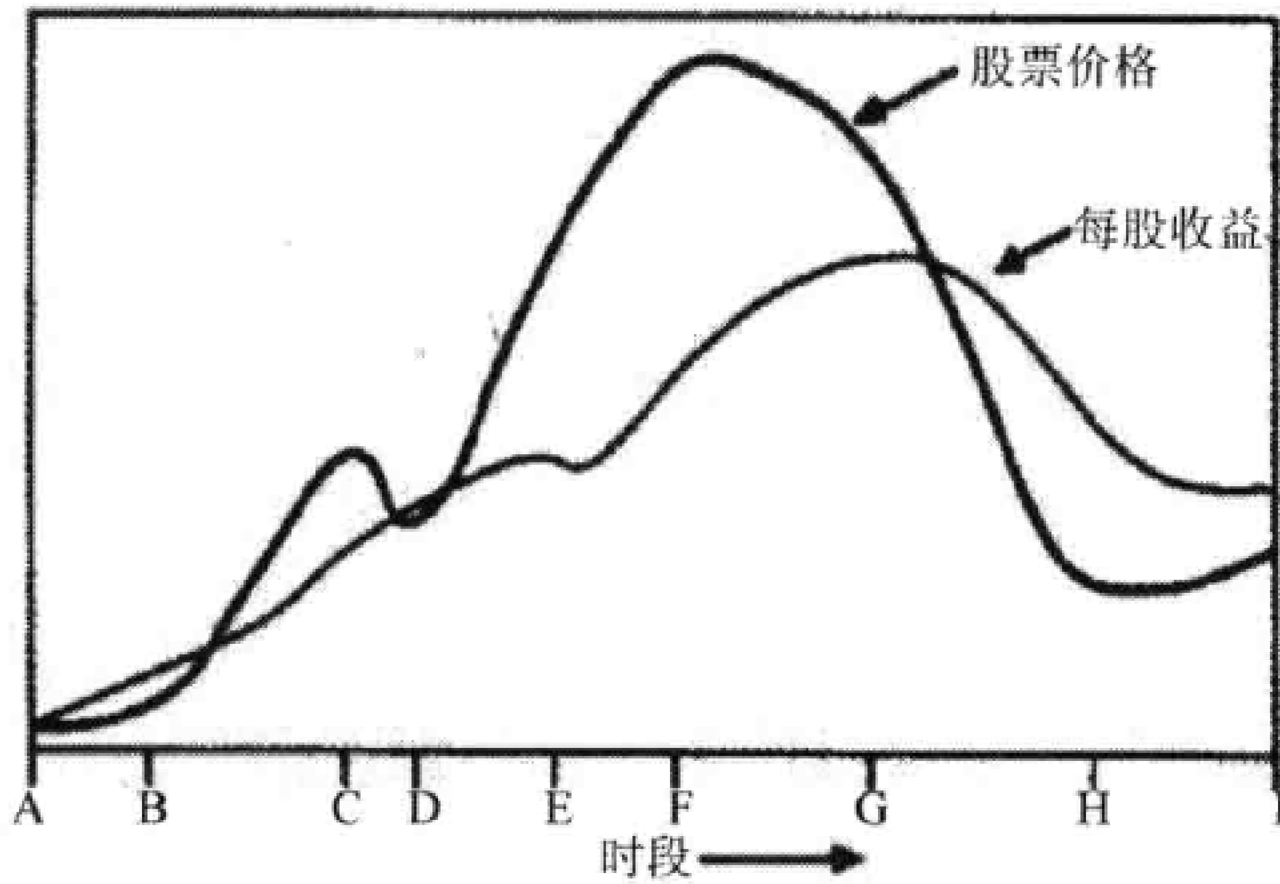
以上推演就是市场非均衡状态下的一种表现形式：远离均衡状态。而非均衡状态的第二种形式是：接近均衡状态。正反馈的过程不一定能走到极值，因为在任何时刻都可能被负反馈给终止。在这种情况下，市场波动是没有规律的，这时是接近均衡的状态。当然在正反馈和负反馈切换的过程中，存在某一点，在这一点上基本趋势和市场偏好将出现统一，从出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扭转股票价格趋势的力量。

简单来说，接近均衡状态的特点是波动的随机性，是金融市场中大概率的存在，符合一般概率规律；而远离均衡状态的特点是泡沫占支配地位，远离均衡只会在极端情况下发生，其后果不确定性非常高，一旦发生就会打破日常的统计概率，成为历史性事件（黑天鹅）。这里读者也可以思考一下，2014 年 11 月底 A 股开始的疯牛行情是否是正反馈的表现？市场在 12 月份连续的破万亿成交量，以及接近 2009 年新高时大幅波动的小概率事件不断发生是否意味着正反馈到达了极致？市场参与者的预期和现实的基本面的情况又是否达到了极端的偏差呢？同样，2014 年全球金融市场发生了太多的小概率大幅波动事件，原油大跌，拉美各国接近破产；全球央行继续放水，货币争相大幅贬值，美元大涨，瑞郎、欧元、卢布等暴跌；俄罗斯、希腊、乌克兰发生金融危机……这种连续小概率事件的发生是否意味着市场即将脱离非均衡状态？市场参与者的预期是否和现实的基本面情况达到了极端的偏差呢？2015 年黑天鹅会降临吗？泡沫会破裂吗？

在解释了反射性在金融市场的意义后，就可以回答为什么反射性对找到“好价格”起到了决定性的作用这个问题了。前文第 3 章提到索罗斯有一张经典的图，很好地说明了问题：



下面来分析一下，起初，对基本趋势的认定将是在一定程度上滞后的，但该趋势已经足够强大，并且在每股收益中表现出来（A—B）。基本趋势被市场认可后，开始得到上升预期的加强（B—C），此时，市场仍然非常谨慎，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势继续发展，时而减弱时而加强，这样的考验可能反复多次，在上图中只标出了一次（C—D）。结果，信心开始膨胀，收益的短暂挫折不至于动摇市场参与者的信心（D—E）。预期过度膨胀，远离现实，市场无法继续维持这一趋势（E—F）。偏向被充分地认识到了，预期开始下降（F—G）。股票价格失去了最后的支持，暴跌开始了（G）。基本趋势反转过来，加强了下跌的力量。最后，过度的悲观得到了矫正，市场得以稳定下来（H—I）。比如，有些人不明白为什么公司的业绩在不断地向好的同时股价却不涨反跌。

那么，反射性理论是否可以用来研判大势的顶部或底部呢？当然可以。这里随便说一些例子：①市场形成高度的共识，包括分析师、基金等形成高度共识；②在顶部或底部时，一些对市场举足轻重的公司不论出现什么消息，市场几乎都解读为利好或利空。比如，高位圈钱可能是利好，而低位回购股票增持市场却不理不睬；③在很短的时间里，股指或者一些非常重要的公司，会出现突然间加速上升或加速下跌的情形。往往黎明前的黑暗会特别的黑，而登顶之时又会有人疯狂。

7.6 重视价格，铭记价值，切勿本末倒置

简单总结一下本章：真正的“好价格”是对人性的分析，对市场资金流向的分析，因此那些基于历史图形的技术分析全都是概率游戏。并且我认为“好价格”是“三好”准则中最重要的。因为投资最难的地方并不是了解公司的基本面，而是了解市场并战胜自己。很多时候你即便判断对了行业和公司的发展，但如果忽视了价格的好坏，那么就可能买的太早或买的太贵，投资失败的可能性就大大增加了。当然，“好价格”几乎是无法量化的。

不过，虽然“好价格”非常重要，但一定要时刻提醒自己，好生意（基本面）和好公司（估值）的分析是基础，把价格凌驾于价值之上，最终会把投资变成投机，这是本末倒置的行为。并且我认为我们心中只有具备了强烈的价值感，才能抵抗恐惧的情绪，才能逆向投资。

从短期来看，在极端情况下任何估值体系都会土崩瓦解，但这并不意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味计算安全边际不重要。“好价格”一定要建立在基本面分析的基础上。因为市场短期可以无效，但长期必然有效，我们需要用各种估值模型来估算安全边际和天花板在哪里。投资虽然是一门艺术，但艺术也不代表可以放弃基本功而天马行空。或许你可能模糊地知道某个公司是一门好生意，你也能看出来一个好公司的 ROE/ROIC 很高，财务数据很稳健，资产质量很好。但具体是多高、多好、多稳健？如果你只是一味地强调逻辑的对错，连大概的安全边际价格都定位不了的话，那就很难保证这一笔投资的确定性。不管是判断行业还是公司的未来发展上，还是价格的判断，没有翔实的数据证实、严密的逻辑推论、复杂的估值计算，又哪里来的大概率的模糊的正确呢？所以如果你只是找到了好价格而忽略好生意和好公司，那么最终你必然会沦为与市场博弈，长期看失败的概率很大。

所以这也是为什么我虽然把“好价格”放在“三好”体系中最重要的位置，但仍然排在了“好生意”和“好公司”之后的理由。

附录：个人“好价格”投资语录

（1）许多价值投资者都对投机、赌博深恶痛绝。事实上价值投资也是另一个角度的赌博，只不过赌的是企业的未来，赌的是自己的判断和能力，表面上看赢得概率比投机的要大，但真正懂得价值投资的人只有少数，大部分人不过是变相的投机罢了，所以换个角度看，投机也未尝就是低概率事件。

（2）投资不是平地赛跑，而是垂直攀登。比别人更快并不代表成功，因为一个失足下坠就可以抹平所有的成绩。对于一个几乎没有尽头的高峰而言，领先的意义很小。最重要的是确保每一个动作都符合安全规范，避开危险的线路和不利的环境。为了争取阶段性的排名而忘了脚下的万丈悬崖，是最蠢的事情。

（3）成熟的投资人会发现，几乎每次你成功地买入或者卖出行为，都与大众的主流情绪是相冲突的。与其说这是投资人在逆向，不如说其实投资人根本没做变动——依据的是一直以来的判断和逻辑，只不过时机到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就动手而已。恰恰是大众总在 2 个相对的方向上做折返跑，还美其名曰“做滑头”。

（4）很多时候股票的短期涨跌是根本不需要寻找基本面的逻辑，拐点公司的基本面可能没有出现任何的好转，只是股价下跌到一定程度后预期开始转变，不会更坏就是好消息。而抓住价格拐点的核心在于把握资金的偏好变化和市场情绪的变化。找到好生意好公司固然重要，但最重要的还是找到好价格，伟大投资者和普通投资者最大的区别就在于对整个市场的判断，要识别资金的偏好，利用人性的弱点和市场的情绪找到好价格。

（5）作为投资者，最不确定的不是企业的业绩，而是某一时间市场愿意给出的估值高低，要回避这一不确定性，只能把持有时间大大拉长。

（6）一个企业的“胖瘦”是由基本面决定的，但具体的胖瘦程度只有市场才会告诉你，当然首先你必须明白：胖瘦应该一眼能分辨，买入行为应该发生在估值明显低估的时候。你不可能抓住最佳买点（最佳多是运气），因为市场的情绪一直在变化。当然顶级大师能够抓住市场的情绪和人性变化，逆势而动。

（7）为什么中国股民那么多伪价值投资，伪成长股，因为我们的“股神”眼中的成长股是以季度来计算的，鼠目寸光，所以很多名噪一时的明星 A 股公司往往昙花一现，几年后就不见了。而真正的成长股大师，彼得·林奇也好，普莱斯也好，都把目光投向了几年以后。当然这和市场的组成有关系，当然说的深一点，这和国民整体的性格有关——一万年太久，大家都只争朝夕！我坚信，资本市场没有奇迹，长久稳定的盈利才是真，让时间来证明一切，比比谁看得更远、更准。

（8）一份从数字上看起来垃圾的财务报表一出来，大伙纷纷高喊跌停，特别是在这个股票上受伤越重割肉离场的人喊得最凶，也根本不管财务报表前的走势以及市场的预期已经最坏，更别说仔细看看这份垃圾财务报表是不是比之前更垃圾的财务报表开始慢慢好转了。而一份从数字上看起来优秀的财务报表一出来，大伙纷纷高喊涨停，特别是在高位追的越猛的人喊得越凶，根本不管该股票之前涨得多高，市场预期多火热。大多数投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者别说第二层思维了，就是连最基础的第一层思维都没有。能和那么可爱的中国股民做交易，不知道该高兴还是该伤心。

（9）透过现象看本质，理解一家公司是不是一门好生意、一个好公司，以后还会不会继续是一门好生意、好公司，并且最重要的是价格有没有反映价值，只有搞明白这些，再结合数据的佐证，才能成为成功的投资者。

（10）在投资的世界里，代价最昂贵的一句话是："这次不一样。"要在一片疯狂中坚持常识很不容易。

（11）世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏。——索罗斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 08

如何寻找“三好”公司

前面三章已经彻底解释清楚了“三好”的定义，本章将以具体的案例，对如何找到“三好”公司进行完整详细的分析，希望读者们能举一反三，灵活运用“三好”理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.1 “好生意、好公司、好价格”的总结

投资的本质就是寻找好生意、好公司、好价格，所以想要做一笔成功的投资，“三好”准则缺一不可。另外，只要满足“三好”条件，不用理会这个股票是大盘、小盘、主板、创业板、新三板，也不用管它是在 A 股、B 股、港股、美股哪里上市，甚至公司不是上市公司都没有关系。对此投资者一定不能抱有偏见。同时更不能被市场蒙蔽了双眼。时刻铭记“三好”准则，不论市场短期是多么无效，不论市场的钟摆摆向何方，都不会影响真正的“三好”股票。

通过前面三章，相信大家已经充分认识了什么是“好生意、好公司、好价格”了。“三好理念”总结起来就是分析宏观行业，分析微观企业，分析市场和人性。

在寻找“三好公司”的时候，我一般会问自己 10 个问题：①公司产品的市场地位和未来的产品定位如何，行业未来的发展如何；②公司在细分行业是否具有竞争力，护城河高不高；③企业的盈利模式是否具有可持续性；④财务报表是否健康（这是对好公司与否的一个非常重要的参考，要尽力排除造假粉饰的可能）；⑤公司治理如何，是否对小股东不够重视（存在欺诈或掠夺的行为）；⑥通过不同角度和方向的比较，能否辨别公司的天花板和安全边际在哪里；⑦整体和个股的市场情绪如何，资金的偏好和方向如何；⑧确定买入计划，思考整体的资产配置是否合理；⑨买入后是否能做到不以物喜不以己悲，严格按照计划执行，如果计划有变，就按照自己的投资准则执行。⑩永远不要被市场蒙蔽双眼，时刻铭记“三好”准则就不会被市场影响，更需要利用市场先生，进行逆向投资。

当然，在追求“三好公司”时千万不能教条主义。能找到满足“三好”的公司当然是最好不过的，但很多时候，往往“三好”很难全，退而求其次也是常有之事。比如，有时候生意看起来并不是特别好，但只要价格足够低，那么这笔投资也可能会有不错的回报；而有时候可能价格并不是那么具有安全边际，但如果公司的“生意”特别好，行业前景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和爆发力惊人，市场热度也刚开始起来，那么这也是值得买入的。个人认为，相对于前者，后者才是更好的投资选择，因为“好价格”太过“艺术”而太难定义，所以在寻找“三好公司”时，我们更应该关注的是好生意和好公司（我并不是说价格不重要，好价格是三好体系中最重要的，但普通的投资者难以把握，也不应该把太多的精力消耗在此，巴菲特也说过：用平庸的价格买入优秀的公司要远比用低估的价格买入平庸的公司好得多）。

那么，满足“三好”条件的股票到底在哪里呢？

第 5 章提到过，传统的消费、医药、TMT 行业是好生意（和好公司）的温床，他们的生意属性决定了他们长久以来都是市场关注的焦点和热门。不过，正如之前所说的，热门行业也有热门行业的弊端，因为公认的满足好生意、好公司的企业，往往都不满足好价格。这三大行业中高投资回报的公司非常多，市场对于这三个行业的公司的研究也非常多（因为热门），所以我个人更偏爱去投资冷门行业（个人的投资风格更偏向于彼得•林奇），因为冷门行业中的如拐点、隐形冠军、沙漠之花等公司更容易满足“三好公司”的条件。

8.2 “三好”拐点公司（困境反转和非困境突破）

拐点公司包括困境反转和非困境突破两种类型。前者是指一家优秀的公司因为一些特殊的原因导致公司突然一蹶不振或长期萎靡，出现困境的原因可以是新的颠覆性技术出现、或是自身经营的失误、或是被激烈的竞争打垮等。这类公司在深陷困境的时候，股价往往出现大幅的下跌，而投资的机会也就出现在股价极度低迷之时，因为市场经常会以最悲观的预期给公司定价，只要公司足够优秀，度过了困境，业绩出现了反转，那么股价此后就会出现反转。后者是指一家已经成熟的低成长企业打破自身发展的瓶颈，再创高成长之路，经营突破的原因可能是技术上的量变到质变，研发的新品打开了市场，或是公司不断收购兼并使得自己越做越大，或是管理层更换后企业的治理和经营效率大幅提升等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等。这类公司在突破之前股价和估值会稳定在一个合理的区间（估值一般不高），一旦公司出现拐点，那么公司业绩和估值会呈现戴维斯双击的特征。

在这里我们主要讨论困境反转类的公司，因为非困境突破类的公司往往无法总结出综合性规律，需要单独对具体公司进行分析。

困境反转公司有很多种类型，比如，彼得·林奇投资的核电站公司就是黑天鹅事件导致的困境（由于短时间市场舆论的导向，很容易把出现黑天鹅事件的公司估值打得一文不值，但事实往往没我们预料的那么严重，黑天鹅也成了最佳买点），一些周期股也是典型的困境反转类公司。不过大多数困境反转的公司和周期股不同，他们往往不会伴随经济周期的复苏而复苏。

因为国企/国资改革是未来几年股市中的重头戏（在第 5 章好生意中已经做过详细的逻辑分析），所以接下来将以困境反转的国企作为案例，分析一下如何选择在潜在困境反转的公司中寻找满足“三好”条件股票。

8.2.1 具有优秀基因的国企的典型特征

大部分有优秀基因的国企基本都有如下特征。

1. 资源优势没有发挥出来

从企业经营治理等各种角度看，问题很多，但企业都有一个巨大的优点：资源禀赋，但这个资源禀赋因为种种原因没有发挥出来。首先，区分企业是否具有资源禀赋这很重要。很多国企的“资源”并不产生“禀赋”效应，因为真正的优秀的资源禀赋应该是能够带来持续现金流的好资产，而不是只能一次变现的土地、股权等，如果是因为这类的资产被低估那就是隐秘资产类型的投资了。

优质的资源分为以下两类：

（1）无形的资源，比如品牌，渠道。品牌如同仁堂、片仔癀，包括中国的八大名酒都是品牌。又如渠道资源，像以前卖凉茶的加多宝，它的渠道就很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）有形的资源禀赋，酒类里沱牌的基酒，古越龙山的原酒，这是一种，另外像大商股份，王府井自有的商业物业，这也是它一个良好的资源禀赋，也是能够为它持续带来现金流和利润的。

大部分情况下，资源禀赋没能发挥出来是体制的因素导致的，虽然一些国企在体制上的缺点短期积重难返，但也要辩证地看，正因为缺点的存在，股价才会便宜，关键是缺点是不是致命的，有没有可能改进。当然也包括黑天鹅事件导致的资源禀赋效应的消失，比如 2008 年著名的三聚氰胺事件，最后伊利股份成功摆脱困境出现拐点，成为 10 倍股（往往离不开我们生活的产品很容易度过黑天鹅事件，最终走出困境）。

2. 毛利率高净利润低

从财务指标来看，拐点公司的毛利率较高但净利润较低。在同行业中，按 PE 估值显得很贵，但 PB 或 PS 则相对便宜。此外，一些国企也可能因为一时的困境（黑天鹅），从而市场给公司一个很低的估值（市值）。

3. 公司拐点信号出现的 3 个时点

公司拐点的信号往往出现在以下 3 个时点。

（1）管理层出现变动或员工或管理层激励制度出现变化时，这经常是拐点出现的契机。管理层换人也意味着经营方针的变化，可能出现的垃圾资产的剥离（减少多元化），增加多元化拓展市场，把优质资产分拆上市等。当然这期间如果能伴随着股权激励、MBO、员工持股、引入战略投资等手段则效果更佳。比如，恒顺醋业 2012 年 6 月份的时候，集团公司的董事长换人了（这还不是上市公司的董事长换人），市场马上就给出反应大涨，因为市场预期董事长换人之后，会把主营之外的垃圾业务和资产剥离，事实上也确实如此，公司此后专心主攻手上最优质的资产：恒顺这块百年“醋”业的招牌。又如在早之前的古井贡，董事长曹杰走马上任后成为 10 倍股。拐点的契机可能也和政策有关，比如核电、天然气、新能源等，一个政策足以引发行业拐点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）企业进行拆分、重组、多元化发展、减少多元化时。例如，破产母公司中含有经营良好的子公司，一旦子公司拆分，就可能形成困境反转型公司，如世界最大的玩具连锁企业美国玩具反斗城公司。美国玩具反斗城公司从其母公司州际百货公司（Interstate Department Stores）分拆出来之后独立经营，它的股价上涨了 57 倍。再如依靠重组的困境反转型公司，这类公司 A 股非常多，重组后乌鸦变凤凰的例子也很多，另外剥离也是脱离困境的一种方法，剥离不良资产事实上就是为公司之前错误的“多元化”埋单。

（3）公司正在准备回购或增持股票。

困境反转型公司的股价往往非常迅速地收复失地，投资成功的困境反转型公司股票的最大好处在于在所有类型的股票中，这类股票的上涨和下跌与整个股票市场涨跌的关联程度最小。尽管有些公司未能困境反转会让投资者赔钱，但偶然几次的成功使得对于困境反转型公司的投资非常激动人心，并且总体而言投资这类公司股票的投资回报非常丰厚。

下面举两个例子来更好的理解。

8.2.2 顺鑫农业：主营业务转型+国企体制改革的双重拐点

顺鑫农业是一家北京“典型的国企”。公司牛栏山酒厂白酒销售量在上市公司中位居前列，公司下属的小店畜禽良种场为国家生猪核心育种场，鹏程食品是北京市最大的安全猪肉生产基地之一，单厂屠宰量居同行业前列。

1. 公司符合拐点公司的特征

（1）公司有很好的资源禀赋。公司手上拥有两个中华老字号的品牌，一个是牛栏山二锅头，一个是宁城老窖（号称塞外茅台），但公司并没有重视手上这块优质资源，此前一直把主营重心放在农业和地产上。直到最近 1～2 年才开始重点发展白酒业务（董事长换人后白酒业务的收入和毛利均大幅提升），从财务数据上看，2014 年来公司的主营业务已经转型成功，第一个拐点出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）顺鑫农业过去几年来毛利率保持高位，但净利润率一直很低。主因是成本太高所导致（广告费和推广渠道费侵蚀了大部分的利润）。在国企体制下，高销售费用换来的却是低净利率。2013 年后情况有所改观，但费用仍居高不下。然而 2014 年以来，公司在董事长更换和地方国企改革的预期下，可能即将迎来第二个拐点。

（3）从 PE 的角度看，公司在 2012～2013 年的 PE 数倍于同行业公司，显得鹤立鸡群。但从 PS（市销率）和 PB 的角度看，公司又显得非常低估。

2. 主营业务的拐点

从行业属性上来说，白酒行业自 2012 年来受“八项规定”、“限制三公消费”等政策影响，行业整体表现较为低迷。但顺鑫的牛栏山二锅头属于低端白酒产品，从数据上看，公司并未受到整个白酒产业不景气的影响，反而，这两年的业绩逆势高歌猛进。具体的财务数据如下图所示（既然看好公司的主要逻辑是公司白酒业务的发展，那么就把白酒的经营数据作为重点）。

2012年年报				
总营收（万元）	834195.5			
净利润（万元）	12582.1			
综合毛利率	26.82%			
分行业	营收（万元）	毛利率	收入比例	营业利润占比
白酒	323823.8	51.49%	38.82%	74.50%
屠宰	320001.6	4.80%	38.36%	6.86%
建筑	79952.6	13.09%	9.58%	4.68%
房地产	41459.7	15.50%	4.97%	2.87%

2013年上半年				
总营收（万元）	478804.02			
净利润（万元）	14514.21			
综合毛利率	34.61%			
分行业	营收（万元）	毛利率	收入比例	营业利润占比
白酒	235826.7	57.62%	49.34%	82%
屠宰	140752.86	8.24%	29.45%	7%
建筑	43791.94	15.80%	9.16%	4.18%
房地产	23655.22	6.17%	4.95%	0.88%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续上表

2013年年报				
总营收（万元）	907235.54			
净利润（万元）	19765.43			
综合毛利率	31.20%			
分行业	营收（万元）	毛利率	收入比例	营业利润占比
白酒	374371.05	60.35%	41.34%	80.05%
屠宰	297551.53	7.31%	32.86%	7.70%
建筑	126105.33	9.51%	13.92%	4.25%
房地产	43962.71	11.41%	4.85%	1.78%

2014上半年				
总营收（万元）	580155.73			
净利润（万元）	24620.03			
综合毛利率	33.75%			
分行业	营收（万元）	毛利率	收入比例	营业利润占比
白酒	262984.93	57.88%	45.39%	77.92%
屠宰	132323.07	9.92%	22.84%	6.72%
建筑	94027.21	8.23%	16.23%	3.96%
房地产	57493.68	26.17%	9.92%	7.70%

2012 年年底白酒营收为 32.38 亿元，同比增长 27.33%，毛利率 51.49%，但公司当年的整体净利润下滑 58.99%，一方面源自房地产大幅亏损 8 000 万元，一方面去年业绩包括 1.95 亿元的非经常性损益。剔除 2011 和 2012 年这两项因素的影响，调整后的营业利润 2012 年同比增长 26%。

2013 年上半年白酒营收 23.58 亿元，同比增长 27.07%，毛利率同比大增 10 个百分点，至 57.12%，带动公司整体净利润增长 33%。

2013 年年末白酒营收 37.44 亿元，同比增长 15.6%，毛利率同比增长 8.86 个百分点，至 60.35%，在整体收入增长只有 8.76%的情况下，白酒业务的收入和毛利率增长带动公司整体净利润增长 57.09%。

2014 年上半年白酒营收 26.30 亿元，同比增长 11.52%，毛利率为 57.88%。公司整体净利润增速高达 70%。

从上面的数据不难看出，2014 年来公司的主营业务已经转型成功，公司的第一个拐点出现。

事实上，公司经营上的拐点早有迹可循。早在 2010～2011 年，公司的净利润是高于现在的，但当时净利润主要是由房地产业务和建筑业务贡献。而白酒业务的毛利率比较低，主要当时公司并没有重视手上的优质白酒资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源，一直把主营重心放在农业和地产方面。直到 2012 年公司的管理层出现变更（老董事长于 2013 年 5 月退休，但新旧董事长在管理上交接应该在一年前就开始了），公司才开始主营的转型，开始重点发展白酒业务（这是第一个拐点出现时的蛛丝马迹）。

不过，在 2012 年公司重点发展白酒业务的同时，因为房地产和建筑业务的结算高峰过去，公司的业绩和股价迎来了双杀，公司股价在 2012 年年底相对于 2010 年的高点跌去 65%。但此后随着公司白酒业务的放量，公司的业绩开始大幅回升，**2012 年年底的股价和业绩至今已经共同翻番，拐点毫无疑问已经来临。**

3. 体制的拐点

通过上面的数据我们可以看到，公司的白酒收入这几年高达 30 亿元以上，但就算把公司的净利润全当作是白酒业务贡献的，公司白酒业务的净利润率也太低了（只有 5%左右）。即便是低端白酒，这种净利率水平也偏离白酒行业的平均水平太远了。那么到底是为什么在白酒业务高收入和高毛利的情况下，净利润一直不能放出来呢？

以 2013 年年报为例，公司白酒业务虽然有 22.6 亿元的毛利，但大部分被销售费用吞噬，公司的销售费用高达 9.6 亿元，增速高达 28%，远超营收增长（上半年的销售费用增速更高，达到 70%），财务报表解释说是外地销售增加导致运输费用及广告费大增，但广告费用这一项疑点重重。管理费用也高达 5.6 亿元，不过不同于销售费用的快速，顺鑫的管理费用倒是一直维持在高位。这几年费用变化如下表所示。

费用（万元）	2014上半年	2013年	2013上半年	2012年
管理费用	28141.79	55903.66	27507.03	51548.97
销售费用	68550.54	95988.39	62754.22	75306.17
财务费用	8507.86	15243.73	6964.2	22012.31

至于为什么费用那么高，国企体制是主因。不过老白干拐点已经出现，2014 年 10 月来连续涨停，股价创下历史新高，主要是公司开始员工持股计划，市场预期净利润会开始释放，这里就不赘述）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，除了费用，公司还有其他方面可以证明管理层的管理混乱。

2014 年年初公司账上有 18.5 亿的货币资金（公司以融资租赁的方式，从两家融资租赁公司变相抵押贷款 6 亿元，外加 2012 年 11 月的 10 亿元两年期债）。同时公司向银行贷款 16.7 亿元（贷款利率 5.76%～6.46%不等，从现金流表看，是上半年还了这部分贷款，然后又马上借出来）。然后上半年还发债借了 7 亿元现金。随后公司以偿还银行借款和补充流动资金的目的完成了定向增发（2013 年中的预案），共募集 17 亿元现金（原计划 10 亿元）。然后公司把其中 46 亿元现金存在银行，上半年利息收入 0.11 亿元。公司身背高额贷款，同时用各种方法筹集的资金，最终通过借款的形式，借给下属众多子公司 64 亿元，其中北京顺鑫宇佳房地产公司一家就借了 53 亿元……明摆着侵占小股东的利益，除了期待体制改革后管理层的转变外，小股东也无可奈何。

再来说说改革的问题。顺鑫农业未来最大的看点在于开始激励制度或者管理层换人或者引入战略投资者。公司的大股东是顺鑫农业发展集团，实际控制人为顺义区国资委，公司资产实力雄厚（截至 2014 年三季报，总资产为 163 亿元），是国企改革的主要标的之一（关于国企改革这一点，目前变数仍太大，顶层设计还未出炉，这里不详细赘述，可参考第 5 章的逻辑）。

具体到公司层面上看体制的改革。2014 年上半年，新的董事长提出：要运用资本手段，通过整合内外部产业资源，由业务多元化向产业多元化转变，形成以集团为控股母公司、以各产业多元协调发展形成的上市公司集群为控股子公司的发展模式（传闻同在北京的同行业国企红星二锅头要被顺鑫整合）。同时公司注重控制费用，提高效率，做强优势产品，剥离不良的资产（剥离房地产业务几乎是板上钉钉的事，公司不仅在定期报告中提过这个问题，在投资者交流平台上也是多次给了投资者肯定的答案）。

所以，**公司的第二个重要拐点就是体制上的拐点，具体标志是剥离垃圾资产、推出管理层或员工激励制度、开始控制费用、释放利润。虽然目前看第二个拐点仍未出现，但已经有蛛丝马迹可循了**。从费用上不难看出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在 2014 年的销售费用增速开始放缓了（表中没有 2014 年三季度的数据，三季度单季的费用甚至开始减少了），这也是 2014 年公司净利润同比去年能增长 70%的原因之一。费用的控制可能和 2013 年下半年董事长换人有关（特别是 2014 年中报后，公司已决定提高董事长年薪 60%，董事与高管加薪 36%，虽然激励制度没有根本的改变，但至少是一个好的开始，毕竟新的董事长才 40 多岁，有释放利润做高股价的动力）。这是否意味着拐点的出现？现在我也不能轻易下结论，毕竟在没有出现像老白干公司这样明确的员工或管理层激励体制改革之前，现在只是预期阶段（从股价的走势看，似乎市场已经开始逐步兑现这个预期了）。

4. 估值

从 PE 的角度看，公司在 2012～2013 年的 PE 基本都在 45～60 倍之间徘徊，几倍于同行业的白酒公司，显得鹤立鸡群。虽然 2013 年年报后公司的净利润开始释放，PE 开始下降，但目前 30 倍的 PE 相比较一线白酒股，仍不具备优势。

从 PS（市销率）和 PB 的角度看，公司显得非常低估。**顺鑫农业的 PB 目前只有 2.18，在白酒股中垫底**（如果把白酒和地产高达 70 亿元的存货考虑进去，公司的股价是接近净资产的）。公司 2014 上半年的 PS 仅为 1.89 倍。相比较，上半年茅台的 PS 为 15.8 倍，五粮液的 PS 为 7.7 倍。如果剔除其他低毛利的业务，只看**顺鑫的白酒销售额（26.3 亿元），其 PS 为 4.18 倍，仍然在白酒行业中垫底**，相比较同等收入古井贡酒（23.9 亿元）近 200 亿元的市值，顺鑫农业 100 多亿元的市值显然严重被低估。

此外，虽然公司的 PE 不具备很大优势，但短期看，公司的净利润已经开始加速释放。2014 年第三季度公司的净利润为 2.82 亿元，同比增长 78%（去年全年利润不过 1.97 亿元），三季度末白酒的预收账款高达 12 亿元，同比翻倍还要多，预收款占比远甩其他白酒企业，由此推算第四季度公司的白酒净利润会非常漂亮（保守估计一个亿）。同时考虑房地产业务在今年的贡献（2013 年第四季度并表单季净利润仅有 3 871 万元，但母公司净利润高达 9 779 万元，差额系房地产公司亏损所致），公司 2014 年的业绩高增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长板上钉钉，保守估计四季度净利润达到 1.2 亿元，全年保底 4 亿元（按当前情况，这一保守预测几乎不可能达到，超预期是肯定的）。

最后，顺鑫农业的大股东也曾于 2012 年 12 月股价最低迷的时候耗资 1 亿多元出手增持 876 万股。并且，2014 年的定增大股东又自掏腰包出资亿元参与。

5. 总结和操作

顺鑫农业拐点即将出现，符合好生意（低端白酒市场份额仍在扩张），好公司（管理层更换后公司治理转好）、好价格（因为国企体制和多元化业务而被低估）。在双重拐点的预期下，虽然公司的股价从底部翻出一倍，但估值仍明显低估（我想主要还是大家对于改革的悲观预期以及公司的业务过于繁杂而被市场低估）。

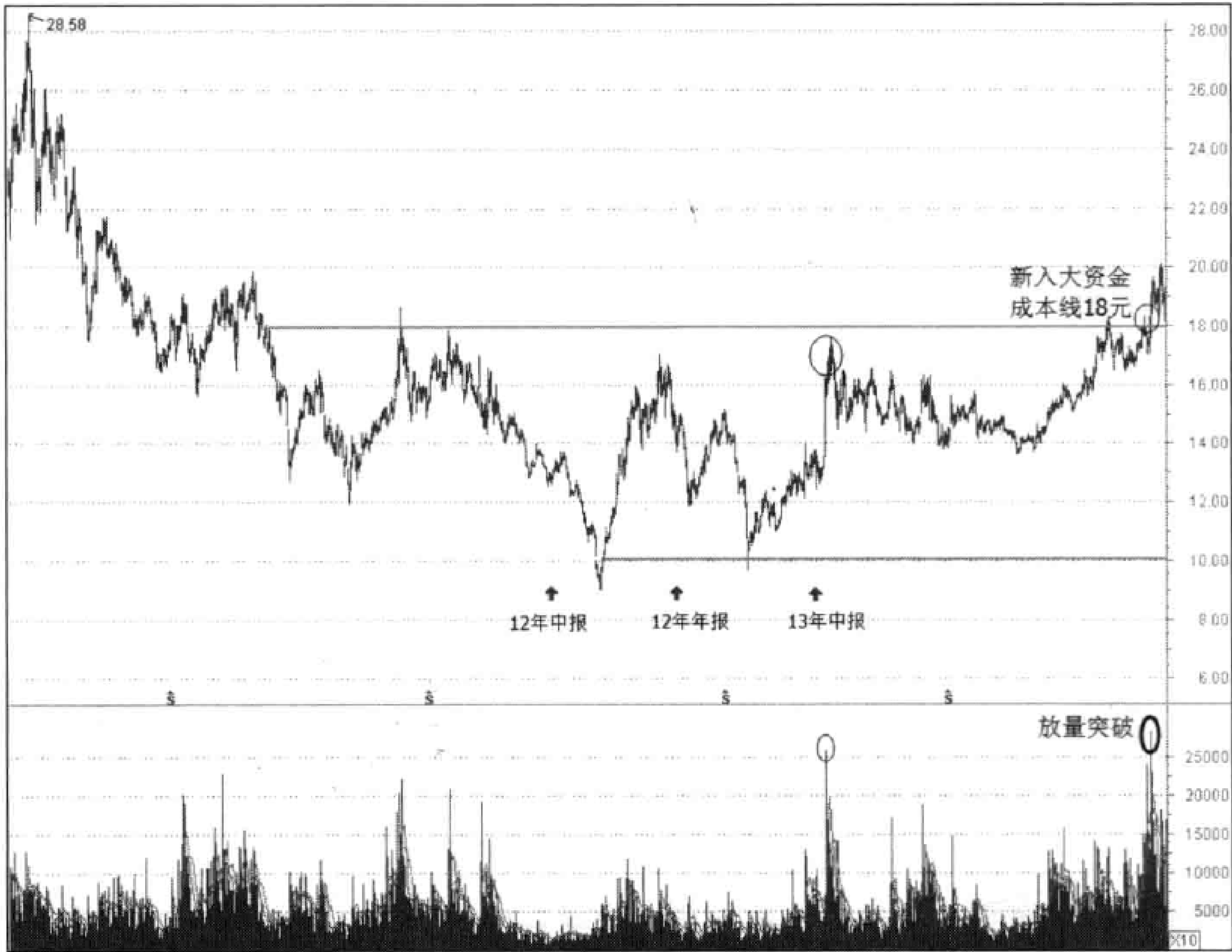
我第一次关注顺鑫农业的时候是在 2012 年年底，因为当时大股东拿出 1 亿元增持。毕竟管理层增持很可能意味着公司白酒业务已经出现拐点开始放量，我仔细分析了公司的基本面后，证实了这一逻辑。并且，当时我认为公司很有可能会在管理层换人后开始释放利润，所以 2012 年年底我小幅买入了部分仓位。但看了接下来几个季度的财务报表过后，我有点失望，虽然公司白酒业务如期放量，毛利大幅提升，但公司的费用依然高企，我开始怀疑公司到底是真的不能把利润放出来还是不愿意放。于是 2013 年三季财报后我只留下了一个观察底仓。现在看，股价相比 2012 年年底已经翻倍，我似乎“踏空”了。

但过去踏空归踏空，现在认错也不晚。有的股票不符合自己的投资体系，卖出后“踏空”也没什么后悔的。但有的股票仍符合自己的投资体系，逻辑上是正确的，那么知错能改，善莫大焉，踏空后不意味着一定要死扛到底）。

简单解读一下下图：3 个箭头分别对应 3 份财务报表，都是几个关键的转折点。特别是 2013 年中报后公司的白酒业务拐点明显，市场也给了足够的认可，放量暴涨。此后随着数据的继续证实，股价不断震荡走高。直到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年底，在指数大涨的情况下，顺鑫的股价成功放量突破好几年的压力位。从图中不难看出，市场新增大资金的成本线就在 18 元附近。



最后要感谢投资人方烈，本书很多思路都是出自方总的逻辑。以方总的一句话作为最后的结尾：错过 2003 年的茅台、2005 年的泸州老窖、2009 年的古井贡、2012 年的酒鬼酒、2014 年的老白干，可别再错过二锅头了，因为顺鑫之后，白酒行业再无黑马。

8.2.3 海正药业

第二个例子是海正药业，简单介绍一下，也不罗列详细的数据了，有兴趣的读者可按照我的思路自己深入研究下去。

首先还是拐点公司的 3 个主要特点：①海正药业从表面上看，公司治理有很大的问题，但海正药业的研发能力强大，产品线储备丰富，在医药行业里，拥有国内数一数二的资源禀赋；②从财务指标来看，公司的净利润和净资产收益率很低，费用高得吓人；③按 PE 估值比同行业的医药白马股更贵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稍稍翻一翻资料就应该知道海正在仿制药研发上的实力强大。从投入研发以及产品线数量来看，海正药业在国内处于第一梯队，比起龙头恒瑞医药不落下风。但从研发的质量来看，公司是不合格的，研发的产品最终带来有效利润的比例太低了。公司往往为了研发而研发，根本无视市场的销售，很多产品虽然好，但或是没有花力气投入销售，或是市场需求小，根本不赚钱。同时，国企的背景导致公司在各方面管理不尽如人意，海正药业自 1998 年上市以来成本费用控制一直较差，漏损严重（和同一地区的民企华海药业相比，海正药业的管理差太多，从生产线的成本控制上就可见端倪）。公司 2003 年年利润就达到 2 亿多元，2012 年又回到 2 亿元，2010 年投入没有产生回报。公司管理层也总是让人失望。简单地说就是典型的国企体制加上一个平庸的管理层。目前海正药业背上了重重的包袱，负债率很高，现金紧张，同时大量的在建工程结转进一步削减利润，增发还会进一步摊薄股东的利益。

所以改革对海正药业来说显得多么重要（海正药业曾在 2004 年有一次集团改制，管理层拿到了部分股权，也算是股权激励了，之后刚好迎来了原药加速发展的好日子）。海正药业转型的关键是管理层一定要明确以市场为导向，提高研发效率（面对转型的压力，我认为海正药业需要精简产品线，把一些不赚钱的产品砍掉）。和辉瑞合作是最大的看点，海正药业最需要就是学习辉瑞制药公司的销售能力，这是公司开始以为市场导向的转型的重要一步，这也是未来看多的重要逻辑。目前，公司聘请了跨国战略咨询公司为其营销改革出谋划策，初步确立了以海正辉瑞主攻医院学术营销及省销售公司负责招商模式的销售双平台。百盈未来将逐步整合以上两个平台。从 2014 年中报不难看出转型初见成效，销售队伍削繁去冗，费用占比明显降低。

不过国企的体制改革短期可能没办法有实质性的进展，但我们不能因为国企的治理和激励机制而彻底否决海正药业，正是因为对海正药业转型困难的预期，机构不断撤离，股价也一直低迷。

显然海正药业一旦出现拐点，便符合：好生意（医药）、好公司（研发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力一流)、好价格。当然现在这时候买入海正药业需要很大的勇气（事实上任何困境反转股的投资都需要勇气，要拿出做风投的准备)。

8.3　隐形冠军

所谓隐形冠军就是指某公司的产品在公众知名度相对较低，主打产品或是不易受觉察，或是只存在于最终消费品的制造流程中，或是某种消费品的部件、原料。

赫尔曼·西蒙（Hermann Simon）1976 年获波恩大学博士学位。全球最负盛名的中小企业管理专家之一，《隐形冠军》一书的作者，“隐形冠军”概念首创者。1986 年，时任欧洲市场营销研究院院长的赫尔曼·西蒙在杜塞尔多夫巧遇哈佛商学院教授西多尔·利维特，后者问他：“有没有考虑过为什么联邦德国的经济总量不过美国的 1/4，但是出口额雄踞世界第一？哪些企业对此所作的贡献最大？”西蒙开始认真思考这一课题。他很快就排除了像西门子、戴姆勒-奔驰之类的巨头，因为它们和它们的国际级竞争对手相比并没有什么特别的优势。那么，答案只可能到德国的中小企业中去找。他通过大量数据和事实证明德国经济和国际贸易的真正基石不是那些声名显赫的大企业，而是这些在各自所在的细分市场默默耕耘并且成为全球行业领袖的中小企业。它们在利基市场（niche）中的地位无可撼动，有的甚至占据了全球 95%的市场份额（比如德国卷烟机械生产商 Hauni)；它们的技术创新遥遥领先于同行，其人均拥有专利数甚至远远超过西门子这样的世界 500 强公司；但是因为所从事的行业相对生僻、加上专注的战略和低调的风格，它们又都隐身于大众的视野之外。通过对德国 400 多家卓越中小企业的研究，西蒙创造性地提出“隐形冠军”（Hidden Champion）的概念。

早年的研究中，西蒙认为“隐形冠军”现象仅限于德国，根植于德意志民族悠久的手工业传统和对职业的自豪。但是进一步的研究发现，隐形冠军企业在美国，在南非，在新西兰，在亚洲都普遍存在，它们不但同样在各自所在的经济体中扮演着非常重要的角色，而且和德国的隐形冠军企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业有着惊人相似的成功法则。

在《隐形冠军》一书中，赫尔曼·西蒙曾经将隐形冠军的成功经验归结于：燃烧的雄心、专注到偏执、自己攥紧客户、贴近卓越客户、“非技术”创新、毗邻最强者以及事必躬亲。隐形冠军大量存在于许多并不起眼的细分行业。这些领域的起点低、没有太多门槛限制，但最核心的莫过于一点：专注。无论企业最初从事的是别人不屑做、不能做还是没有想到的特殊领域，它们都做到了持之以恒、坚持到底，绝不轻言放弃，最终获得了不可撼动的市场地位。

结合原著，我个人总结了隐形冠军的标准如下：

（1）以市场占有率衡量，他们是世界市场的老大或者老二，甚至是市场的老大；如果市场占有率不清楚，那么相对于他最大的竞争对手而言，他必须是领先者。但同时他又有比较低的公众知名度。

（2）公司经常处在一个低增速的行业中（或自身成长较慢）。

（3）在稳定的市场里竞争，同时几乎不受到技术进步或经济周期的影响。

（4）必须发展国际业务（因为其产品或服务在本国的市场空间有限）。

（5）家族企业居多，企业寿命较长。

（6）保持中小规模才是值得投资的隐形冠军，否则就会成为大众情人的显形冠军，从而失去优势价格。

此外，该书中举了不少案例，有兴趣的读者可以自己深入研究，收获一定会很大：①豪尼（Hauni）：世界卷烟机械市场的领袖。豪尼可以说是全球唯一一家能够提供全套卷烟生产系统的企业。他在高速卷烟机械市场上拥有90%的份额；②德彩（Tetra）：拥有全球热带观赏鱼饲料50%以上的份额；③巴德尔（Baader）：全球最大的鱼类加工设备生产商，拥有这个领域90%以上的市场份额；④杰里茨（Gerriets）：这是个专门制作舞台背景的公司。而且他是世界上唯一一个大型舞台用中光布的生产商，仅此而论，他的市场份额是100%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体到中国，有很多公司也是符合“隐形行业冠军”的标准，这些名不见经传的企业未来都有很大的概率成为细分行业的龙头，成为伟大的企业。比如，服装辅料和高档色织布、独具特色的商业连锁、涉及机械汽车等的细分边缘性领域、专业手工具、休闲产品、医疗细分、农牧业细分、油田服务制造、珠宝钟表奢侈品细分龙头等。

这里还是举两个例子，希望借此来厘清寻找满足“三好”的隐形冠军股的思路。

8.3.1 神剑股份：环保粉末涂料行业的隐形冠军

1. 好生意

首先看一下涂料行业这几年在中国的发展历程：2008 年金融危机以后，在国内地产业大幅拉升和四万亿的经济刺激拉动下，2009 年我国涂料产量比 2008 年翻了一番。随着 2010 年与 2011 年国家政策的转变，涂料产业进入调整阶段，2011 年降低到历年的最低水平 2.8%。此后几年涂料行业基本保持了 5%左右的低增速，但整体利润增幅明显低于营收，主要是因为费用的增长明显，原料和用工成本上升太快，同时伴随着对无毒、无害的环保要求的提高，传统且污染重的低固体分涂料慢慢开始被淘汰（比重自 1995 年近 40%下降到现在只有 5%）。

相对于整体涂料市场的几乎不增长，粉末涂料和水性涂料两种新型环保涂料则增长显著（环保涂料主要是粉末涂料+水性涂料组成的），粉末涂料和水性涂料已经达到了所有涂料产量的 50%，2012 年年底世界涂料行业产量大约为 3 300 万吨，不过其中粉末涂料只有 183 万吨，水性涂料还是占据了主要地位，但这结论并不影响看好粉末涂料的逻辑，也正是因为粉末涂料的基数很低，所以这几年的增速非常快。根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的统计，近几年来粉末涂料行业增速是涂料增速的 2～3 倍，粉末涂料 15 年来占比增长了近 15%。特别是在 2000 年后，粉末涂料的产能开始从欧美迅速转移到东南亚国家（主要是中国），截至 2012 年，我国出产的粉末涂料已经接近全球产量的 50%（全球 182.7 万吨，中国为 84.7 万吨）。具体产能的数据如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Global PoCo market per chemistry 2012
- Split per region

Area:	Year	TGIC	HAA	PT 910	PUR	Acrylic	Hybrid	Epoxy*	Total	Growth	2010
North America	2011	59,6	12,5		13,8	2,3	55,2	16,2	159,6		156,9
	2012	62,1	13,0		13,4	2,1	57,3	17,4	165,3	4%	
South/Central America	2011	25,4	4,4				42,3	1,9	74,0		66,9
	2012	27,2	4,9				41,0	2,5	75,6	2%	
Europe (incl. Turkey)	2011	24,5	184,6	14,4	5,3	1,0	193,6	15,0	438,4		418,8
	2012	26,4	180,0	12,8	4,5	1,9	180,7	12,6	418,9	-4%	
Africa	2011	6,4	0,2		0,2		7,9	0,2	14,9		22,2
	2012	5,1	1,3		0,3		10,4	0,4	17,5	17%	
Middle East (excl. Turkey)	2011	43,3	3,1		0,1		68,2	7,5	122,2		112,5
	2012	46,1	2,8		0,1		71,9	7,9	128,8	5%	
China	2011	380,7	44,2		0,6	0,8	383,5	4,8	814,6		722,0
	2012	407,1	49,4		0,4	0,9	384,4	4,8	847,0	4%	
Rest of Asia/Pacific	2011	28,5	17,1		18,6	1,2	90,3	18,1	173,8		167,7
	2012	29,4	20,8		16,0	1,8	90,1	15,9	174,0	0%	
Total	2011	568,4	266,1	14,4	38,6	5,3	841	68,7	1.797,50		1.726,80
	2012	603,4	272,2	12,8	34,7	6,7	835,8	61,5	1.827,10	2%	

下面来解释一下图中的专业名词。

粉末涂料的构成是：树脂、固化剂（又称交联剂）、颜料、填料、助剂（添加剂）。其中固化剂是粉末涂料的重要组成部分。它对涂料的生产、储存和应用都会产生重要的影响。不过有时很难区分固化剂和树脂（图中的TGIC、PT910 都属于固化剂），因为这两种成分最终构成一个完整的三维网状结构体系。经常认为在体系中数量小和参与固化反应的低分子量化合物为固化剂。但是对于某些情况，如聚酯/环氧混合型，特别是 50:50 体系，就存在什么是固化剂和什么是树脂的问题。因此划分固化剂的类别取决于个人的爱好。

粉末涂料所用树脂与固化剂可以划分为：

（1）纯环氧类——用于室内装饰或功能性粉末涂料，如 PZ660、PZ770 等。

（2）环氧-聚酯类——粉末涂料的主要产品类型。环氧聚酯型粉末涂料也称混合型粉末涂料（**分别对应图中的 Epoxy*和 Hybrid 一栏**），采用环氧树脂和聚酯树脂（**神剑股份最主要的产品就是聚酯树脂**）为主要原材料制备而成，同时具备两者各自的独特性能，使得生产出的涂膜具有极度佳的流平性、装饰性、机械性能和较强的耐腐蚀性，广泛应用于各种室内金属制品的涂装。环氧/聚酯混合型混粉末涂料是一种无毒产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）纯聚酯类——分为用 TGIC 与不用 TGIC 固化两种类型，用于户外型装饰与防护，用于户外，如空调、家具、铝型材等。**上图中的 TGIC** 是一种广泛应用的粉末涂料交联剂，但它对人体皮肤有致敏作用，还可能导致生殖细胞突变。虽然 2011 年 5 月 1 日起，中国也规定将含 TGIC 的产品标注为有毒材料，但在上图中也明显可以看到中国的粉末涂料占比中依然是很高的。中国的粉末涂料生产厂家没有大量使用 HAA 的原因是 HAA 固化的涂膜表面光泽没有 TGIC 体系高，且不宜厚涂，同时 HAA 的抗黄变性没有 TGIC 好，所以包括美国在内的不少国家仍坚持使用 TGIC，因此它仍没有退出舞台。

上图中另一个 HAA（β-羟烷基酰胺）是一种在国际上广为使用的纯聚酯粉末涂料体系固化剂。HAA 涂料的应用以欧洲为代表（欧洲和澳洲的比例很高，或许是因为政府对环保要求以及民众环保意识特别高），欧洲已经关闭了所有生产 TGIC 的工厂，大量采用了无毒的 HAA。

根据中国化工学会涂料涂装专业委员会统计的数据，2004 年我国粉末涂料品种结构中，聚酯-TGIC 体系占 17%，聚酯-HAA 体系占 4%；2005 年聚酯-TGIC 体系占 23%；聚酯-HAA 体系占 4%；2006 年聚酯-TGIC 体系占 27%；聚酯-HAA 体系占 6%。**可见，在目前的中国粉末涂料市场，TGIC 的市场份额远远大于 HAA。**

这里要注意：纯聚酯类产品和神剑股份没有什么大关系。

（4）聚氨酯类（对应上图中的 PUR 聚氨酯树脂）——户外或户内用，装饰与功能性用途。聚氨酯粉末涂料涂层不仅具有较高的装饰性和优良的物理力学性能，而且有较全面的耐化学药品性，特别是不易黄变、耐候性和耐光性。**聚氨酯粉末涂料是神剑股份的产品之一，正发展成为粉末涂料的主流，在粉末涂料中所占的比例越来越大**。由于聚氨酯粉末涂料具有优良的耐候性、优良的物理力学性能和防腐蚀性，涂膜光亮丰满、耐磨、耐划伤、耐溶剂，流平性好、附着力强。目前被广泛应用于冰箱、洗衣机、空调等家电及高级家具、汽车、摩托车等产业。

聚氨酯粉末涂料一般有两大系列：①封闭性聚氨酯粉末涂料，包括聚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酯–氨基甲酸酯型粉末涂料、丙烯酸–氨基甲酸酯粉末涂料（对应图中的 Acrylic 一项）；②紫外光固化粉末涂料。神剑股份也有聚氨酯类产品

（5）氟碳类——超耐候粉末涂料，综合性能极优粉末涂料。

此外，从上图中也不难看出，中国的粉末涂料行业在 2008 年后几年的增速不高，并没有大幅领先行业平均增幅。那么是否意味着中国的粉末涂料行业的高成长逻辑是错误的呢？毕竟神剑股份在招股书里说道：“根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的统计，近几年来粉末涂料行业增速是涂料增速的 2～3 倍”，仔细分析一下，其实没什么大问题，首先粉末涂料由于基数很低，所以早些年的增速很快，其次因为 2009 年的经济刺激，导致行业在 2010～2011 年进入低谷（2009 年我国涂料产量比 2008 年翻了一番），但这两年粉末涂料的增速快速回升（从神剑股份的财务报表不难看出，神剑的高成长不仅仅是取代其他公司的市场份额，而是需求在明显增加）。

另外，虽然中国的粉末涂料产量在世界上占比很高，但几乎大部分都是出口的，而我国因为特殊的国情导致国内使用的粉末涂料占比非常低（不注重环保，只追求低价涂料），目前中国的粉末涂料占比全部涂料只有不到 15%，相当于十年前的世界平均水平（国际上高达 30%以上）。随着近几年的环保日趋严格，粉末涂料即将迎来大发展的好日子。中国的涂料行业大洗牌正式开始，一些中小企业不得不退出市场，集中度将会快速提升，中国新型环保涂料行业的龙头公司增速将会超越世界平均水准。所以粉末涂料在国内的市场空间很大，存在代替其他涂料的可能。

具体来介绍一下粉末涂料：

（1）粉末涂料不含有机溶剂，有利于储存和运输。

（2）不存在有机溶剂带来的大气污染。

（3）涂料的利用率可达 95%以上，主要是多余粉末可以回收反复使用，同时喷洒的方式也使得施工效率高。

（4）粉末涂料用树脂的分子量比溶剂型涂料得大，因此涂膜的性能和耐久性更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

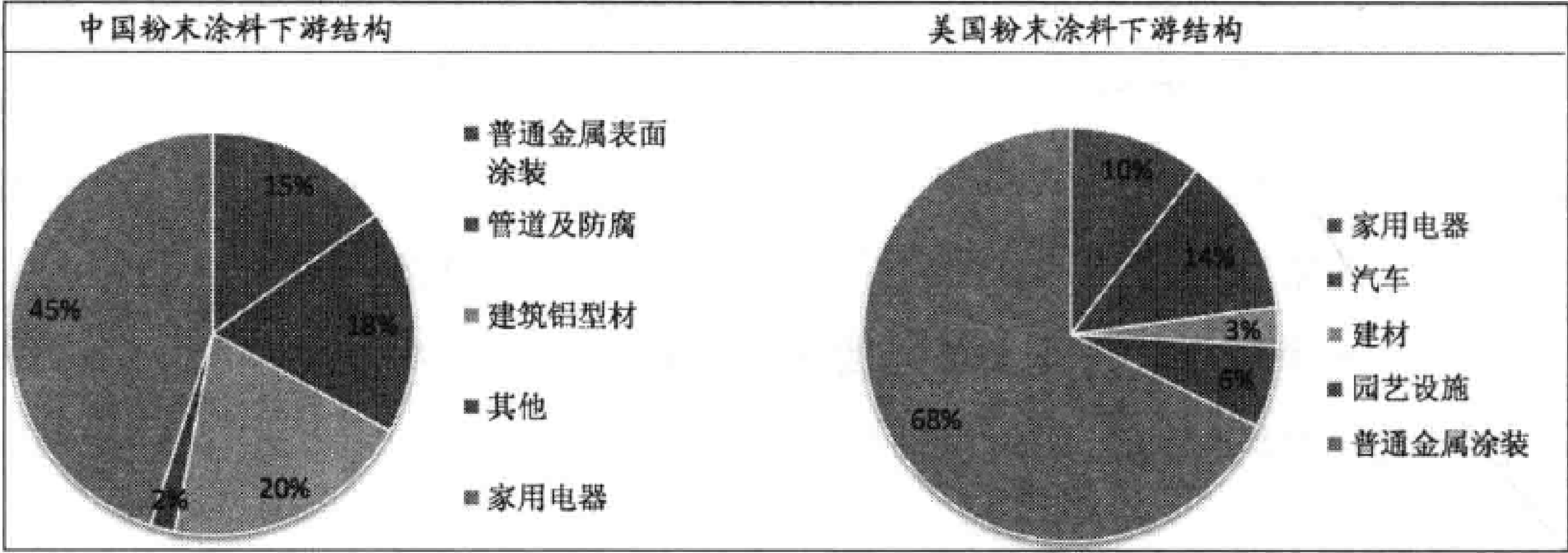
（5）施工环境的环保性，粉末易于清除，不像老的涂料需要用刺激性的清洗剂。

（6）成本比一般涂料高（设备、工艺、人工都更复杂），所以小厂在不重视环保的情况下有生存的空间。

（7）粉末涂料可以应用于家电、汽车、农机电器、建材、玩具、电子产品、电气、非金属制品等。我国粉末涂料的应用领域与北美相差很大，原因在于我国粉末涂料行业是随着家电行业的发展而成长起来的，截至2012年的格局是家电（45%）、建筑铝型材（20%）、管道防腐（18%），而最重要的金属表面涂装占比仅为15%，远低于国外的68%。

（8）从金属运用（家电等）拓展到非金属运用（木材等）具有很大的替代空间，粉末涂料优势在于无VOC释放，若涂装技术取得突破（此前由于粉末涂料高温加工的限制条件，许多木材和塑料无法进行涂装），对现有木器漆的替代空间广。

下图所示为中国粉末涂料下游结构对比，来自神剑股份招股说明书。



总结：涂料行业是低增速的行业，行业属性决定了几乎没人愿意进入，新的竞争者没有，旧的公司则不断退出，甚至连杜邦这样的强大公司都退出了传统涂料行业。从未来的方向看，有毒涂料终将成为历史，但是涂料行业的需求一直会在缓慢的增长。所以不难看出，在供给端消失，需求端仍在扩张的前提下，对粉末涂料行业的龙头公司来说，真是一门“好生意”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 好公司

神剑股份是国内规模最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产企业，也是细分行业中唯一的上市公司。下面来分析一下神剑股份作为“好公司”的核心竞争力。

（1）聚酯树脂：世界上一半以上粉末涂料的生产是用聚酯树脂作为重要成膜物，并且由于聚酯树脂在粉末涂料原料中占比越来越高，将导致聚酯树脂未来五年需求增速相比粉末涂料更快（根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的统计，聚酯材料的增速是粉末涂料增速的 1.5 倍左右）。同时，聚酯树脂行业集中度越来越高，近几年生产厂家数量以 30%的速度递减。行业的需求仍在缓慢扩张，但行业中的公司却在大面积退出，神剑股份是目前国内唯一在继续大规模扩张的企业，未来保持高成长是意料之中的。

（2）市场地位：神剑股份 2012 年公司在国内市场份额 15.9%，技术研发能力在行业内处于领先水平。公司长期为全球前两大粉末涂料供应商阿克苏・诺贝尔、杜邦供货（阿克苏诺贝尔是世界上最大的粉末涂料生产商。在全球拥有 26 家粉末涂料工厂，年利润达 5.9 亿欧元。中国有 4 个阿克苏诺贝尔粉末涂料生产厂，杜邦正在计划退出涂料行业，把涂料业务卖给他人，是否对公司订单有影响还不得而知，但只要公司产品的品质和价格能够保持，订单延续不是问题），同时为海尔、格力、LG、三星等高端客户提供配套服务。

上市以来公司产能从 3.5 万吨增长到 12 万吨，聚酯树脂销售规模从 2010 年的约 4.1 万吨提升到 2013 年的 7.6 万吨。市场占有率从 2008 年的 9.4%提升到 2012 年的 15.9%，和行业内第二、三名企业的差距已经开始拉大（2014 年年初计划增发融资新建 5 万吨聚酯树脂项目，目标是全球产量第一，国内市场占有率 30%以上）。

可以预见的是，随着未来环保的日趋严格，涂料行业的淘汰落后产能会加速，神剑股份作为粉末涂料行业的龙头，想要扩张市场占有率除了等待对手的主动退出之外，更需要主动出击。管理层也在年报和公开场合多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次强调，未来会加快重组并购的进程，作为唯一的上市公司，这一点具有巨大的优势。

（3）成本优势：聚酯树脂原材料分别是 PTA 和 NPG，其中 PTA 占聚酯树脂成本的 40%～45%，NPG 占聚酯树脂成本的 35%～40%，由于这两个化工产品价格波动剧烈，因此是潜在的风险。但神剑股份相比较同行业其他公司走在了前头。公司主要战略之一是构建完整产业链应对原料波动。公司于 2011 年成立了全资子公司芜湖神剑裕昌新材料有限公司，此外参股 40%利华益神剑化工有限公司。两家公司均以生产与销售母公司产品原料为主营业务,其中芜湖神剑裕昌新材料有限公司将建设 4 万吨/年新戊二醇产能,利华益神剑化工有限公司也将建设 3 万吨/年的新戊二醇产能。预计今年开始会贡献一部分 NPG 产品，能降低公司在原料端成本大幅波动的风险。另外，由于公司市占率很高，对上下游行业具有更强的议价能力，基本上公司产品可以跟随原材料的价格波动而调整价格。

PS：2014 年 2 月公司推出定向增发预案，拟募集资金 5.06 亿元用于建设 5 万吨/年聚酯树脂、4 万吨/年 NPG 等项目。募集资金建成后，公司聚酯树脂产能将达到 17 万吨/年、NPG 产能达到 5 万吨/年（不包括利华益神剑 3 万吨/年产能），市场占有率有望提升至 30%。对于这个增发，市场也有负面的看法，毕竟在原有 3.2 亿的股本基础上一次性增发 8 600 万股，对原始股东的稀释作用还是非常明显的，但我认为考虑增发的项目，长远看是非常有必要的。

（4）研发和专利：公司大专以上技术人员占公司总人数的 31.2%；2014 上半年研发费用同比增长 44%，占比营收为 1.4%，公司共有专利 29 项，承担国家级重点新产品计划项目 1 项，安徽省重大科技攻关项目 1 项，安徽省高新技术产品 1 项，拥有安徽省著名商标 1 项；取得省市科技进步奖 3 项。

作为一家年收入不到 10 亿元，市值 20 多亿元刚上市的小公司，公司的研发投入和技术能力还在不断的培养中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）公司治理：公司主要成员是从军队退役的（实际控制人和董事长原来是二炮部队兵工厂退役的，目前担任粉末涂料行业委员会委员），整体管理风格走军事化路线，纪律严明，对于这种传统行业来说再好不过了。

员工组成如下表所示。

截止到2013年12月31日，公司员工人数共计253人。公司员工的专业结构和受教育程度分布如下：			
分类类别	类别项目	人数（人）	占公司总人数比例
专业构成	科技人员	79	31.23%
	管理人员	39	16.60%
	销售人员	27	10.67%
	生产人员	118	41.50%
教育程度	本科及以上学历	61	24.11%
	大专学历	60	23.72%
	大专以下学历	132	52.17%

这里要提一下，公司曾因内幕交易被证监会警告，不过涉及金额只有不到 20 万元，是因为公司几位高管并不熟悉证券法，在公司分配方案前夕询问了公司相关人员分配方案如何，主要是因为无知导致了少量的内幕交易，我觉得这算不上是管理层对小股东的不负责，也体现不出公司治理有很大的问题，至少在公司的经营上，管理层非常优秀。

（6）海外扩张之路：随着海外几家世界 500 强化工企业对神剑产品的认可，海外市场继续扩张也顺理成章了。2013 年，公司出口业务同比增长 34.71%，收入占公司主营业务收入的 11.66%。公司在海外同样采取以直销为主的销售方式，目前主要销往中东市场，并正在积极开拓欧美、印度、东南亚等区域市场。2008～2012 年出口收入复合增速为 30%，近三年复合增速则高达 49.2%。欧美等国外市场供给下降也为公司出口增长带来利好，全球排名第一的美国氰特公司已于 2012 年 10 月宣布将其涂料树脂业务出售给私募股权公司 Advent International。此外，欧美各国相继出台对挥发性有机物（VOC）的限制法规，粉末涂料无溶剂、效率高的优势越来越受到重视。在国际舞台，神剑股份将与老牌荷兰的 DSM 公司等一流国际公司同台竞技。不过由于神剑产品的价格更低，在品质、技术、质量、服务同等条件下，神剑股份的优势非常明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）调研。来自朋友（@伙伴资本看公司）的芜湖实地调研。2014 年 8 月 26 日下午神剑股份走访：主营聚酯树脂粉末涂料中间体，国内第一。其下游产品用于喷涂金属表面，相对油漆成本高、但挥发少，市场每年 20% 的复合增长。原料主要为 PTA 和 NPG，原料储备保持一周。封闭反应生产产品平均需 16 小时，污染少。管理团队多出身部队，纪律严明，有向上下游并购延伸的需求（详细的调研信息在此不披露了）。

（8）未来展望和催化剂事件：

①公司愿景。公司 2013 年年报对未来的展望如下：公司本着立足于市场，通过扩大产能，产业链延伸，适当寻求并购重组、再融资等良好契机，迅速把公司主业做大做强，占据国内聚酯树脂研发、生产、销售的龙头地位，并向国际前列发起冲击。力争“十二五”末实现聚酯树脂产销量世界第一，国内市场占有率达到 30%以上，销售收入 30 亿元的经营目标，将公司打造成行业国际一流水平的集团化企业。

②产能扩张。目前公司的技术改造项目已经完成，聚酯树脂 2014 年产能增加到年产 12 万吨的规模，远超竞争对手。公司子公司（一期）和参股企业利华益神剑 2014 年预计达产 4 万吨/年新戊二醇，能满足约 12 万吨的聚酯树脂产量。同时继续开拓海外市场：2013 年成功进入海外最大的北美市场具里程碑意义，未来出口比例会继续增长。

③进军上游。开始设立子公司成产 NPG，目的是减缓原材料价格波动风险，不排除未来公司利用超募资金进一步收购上游。

④占领巨大的非金属涂料市场.神剑股份 2014 年年初与朗法博签署《合作框架协议》，在家具粉末涂装领域开展全面战略合作。朗法博的“MDF 人造木板粉末静电涂装技术设备及粉末涂料的研究应用”成功突破家具粉末涂装领域的几大难题，能直接替代油漆使用，环保又经济。此次战略合作，公司有望受益于粉末涂料从金属到非金属的应用拓展，大幅提升对公司聚酯树脂的产品需求（国内木器涂料年需求树脂约 40 万吨。受涂装技术限制，该市场现无大规模的粉末涂料应用。国内木器涂料目前仍以溶剂型涂料为主，VOC 污染严重，各地普遍出台政策限制家具涂装

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的空气污染）。

⑤开始涉足另一重要环保涂料——水性涂料：2014年5月，神剑与北京化工大学合作，建立专项实验室，重点研究方向包括：a.新型粉末涂料专用树脂的合成；b.水性工业涂料专用树脂的合成；c.超支化聚合物的合成和在环保涂料中的应用；d.聚合反应过程中的在线监测和分析等企业发展所需技术。

⑥国家即将出台政策。《绿色建材发展行动计划》即将出台：由住建部和工信部联合制定的《绿色建材发展行动计划》，已由住建部完成签署工作，待工信部签署后即将出台。

（9）风险因素。原材料价格波动风险，近年来石油价格波动幅度较大，上下游行业基本上能够随原材料价格波动而调整产品价格；公司利润来源依赖单一产品的风险，目前公司的主导产品为粉末涂料专用聚酯树脂，报告期内主营业务收入和主营业务利润几乎全部来自该类产品；公司所属的行业是一个资金、技术密集型行业，资产负债率较高，容易遭遇危机。

总结：在国家政策推行环保涂料的大背景下，行业内小公司的退出成为必然，而神剑股份作为业内唯一的上市公司，具有更好的并购平台，公司也多次强调未来将会积极开展同行业的并购。同时在公司优秀的管理层领导下（准军事化管理），神剑股份利用各方面优势不断地扩张市场，不仅不断地提高国内市场占有率，同时更是获得了海外大公司的认可，海外市场拓展顺利。另外，神剑股份也在为了降低成本而不断地努力，不管是募资进军上游化工原料，还是投入研发另一环保水性涂料，或是与朗法博公司在非金属涂料技术上的合作，都说明了公司走在了正确的道路上。神剑股份作为细分行业龙头，在技术、成本、管理、渠道、供应链、下游合作商等多方面占有绝对优势，依靠优秀的管理层在红海搏杀中取胜，不断地拓展市场，成为隐形冠军企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 财务报表分析

上市 4 年来营业收入每年保持两位数以上的增幅。2011～2013 年分别为 18.44%、18.56%、19.28%，毛利和净利都在稳步向上。

2013 年，营业收入 9.82 亿元，较上年增长 19.28%；净利润 6 367.82 万元，较上年增长 6.55%。2014 年第一季度，营业收入 2.40 亿元，同比增长 30.76%，净利润 1 550.66 万元，同比增长 16.16%。中报预告：此前预计半年度净利润比上年同期增长幅度为 0%～30%，随后修正为：增长 30%～40%，好于预期的主要原因在于：随着公司产销量的提升，销售额快速增长，特别是海外出口的增长，同时产品的单位成本降低，毛利率有所提高。

仔细看一下决定公司是不是一个好公司的几项关键数据，如下图所示。

神剑股份	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
净资产收益率(%)	9.32	10.68	10.52
投入资本回报率(TTM)(%)	7.54	7.89	6.80
销售毛利率(%)	11.52	14.45	13.91
资产负债率(%)	29.76	43.62	49.06
营业总收入(元)	694,740,971.96	823,659,727.61	982,492,266.14
归属于母公司所有者的净利润(元)	47,705,917.39	59,765,745.58	63,678,247.20
经营活动产生的现金流量净额(元)	-20,443,519.51	36,100,734.70	-40,576,797.06
应收账款(元)	166,204,470.42	228,405,436.72	284,660,266.89
应收票据(元)	135,094,394.02	200,742,898.43	306,690,343.10
存货(元)	42,711,854.67	84,068,069.29	64,632,067.66

从 ROE、ROIC 的角度看，公司过去并不是属于那种躺着赚钱的公司，但毛利率正在不断改善，放眼未来，动态地看，公司如果能够不断降低成本的同时吞噬行业内其他公司，成为沙漠之花公司，那么寡头垄断下 ROE 和 ROIC 持续提升是可以预期的。另外，从资产质量的角度看，2013 年经营现金流甚至是负的，看了看附注，主要是票据问题，存兑汇票没有到期结算，由于现金比较吃紧，公司的资产负债率连续攀升，也难怪需要增发了。再看应收款占比总资产基本都在 20%左右，增速并没有大幅增加，还算控制得好，同时存货增长控制的也还不错，从流动比、速动比、存货周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转率等看，资产质量还算很好。

再来看 2014 年的数据，2014 年 1～9 月，营收 9.59 亿元，同比增长 34.64%，净利润 6 374 万元，同比增长 32.27%，其中第三季度公司营收同比增长 25.56%，净利润同比增长 30.96%，增速略放缓。

从营收上看，三季度基本延续了之前几个季度营收增长的逻辑（2014 年营收增长的逻辑是：公司技改完成以后，聚酯树脂产能由 9.5 万吨扩大到 12 万吨，同时出口市场营收增长在 100%以上）。从利润看，1～9 月公司毛利率同比提升 1.91 个百分点至 15.93%，其中三季度毛利再创新高，这和原材料（PTA 和石油价格相关）成本降低不无关系，1～9 月 PTA 的均价为 7 213 元/吨，同比下跌 1 220 元/吨，目前受石油价格暴跌的影响，PTA 的价格仍在不断下跌，处在历史低位，四季度公司毛利率会进一步提升。

有几方面值得注意，应收账款比年初增加 57.49%，存货比年初增加 65.80%，公司的解释是报告期内销售增长迅速，相应增加原材料及产成品储备所致。同时公司前三季度期间费用同比增长 63.99%，其中管理费用比去年同期增长 53.54%，主要原因系报告期内人员工资、折旧、税金及研发费用增加所致，财务费用同比增长 189.20%，主要是因为汇兑损失增加及利息支出增多导致。这几点增幅均超过营收增幅，财务质量需要关注一下。

子公司（一期）年产 1 万吨新戊二醇项目目前已投入试生产，参股企业利华益神剑年产 3 万吨新戊二醇项目预计年底至 2015 年年初可投入试生产，2015 年公司预计达产 4 万吨新戊二醇，能满足约 12 万吨的聚酯树脂产量。与朗法博在家具粉末涂装领域开展全面战略合作，未来受益于粉末涂料下游行业增长及应用领域的不断拓展，产能投放具备基础，2013 年成功进入海外最大的北美市场具里程碑意义，2014～2015 年出口有望成为超预期因素，且进军上游 NPG，减缓原材料价格波动风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 好价格

估值：未来几年公司聚酯树脂销量仍将保持稳定的增长，2014 年营业收入可能会超过 13 亿元，按照当前成本和费用等估算，2014 年净利润做到 0.9 亿元压力不大（考虑到公司原材料 PTA 和 NPG 是强周期化工品，所以没法精确估计未来几年的净利润，但营收大概率是稳步向前）。本人 2014 年年初关注的时候，公司股价还只有在 6 元以下，PE 大约 20 倍多一些，市值 20 亿元左右。但之后遭遇了 A 股的低市值炒作行情，公司股价短期快速上涨 50%以上。所以现在即便是动态地看，估值也不具备优势了，耐心等待机会是上策。

市场情绪：近几年的十大股东都没有任何机构进入的迹象。甚至 2013 年年报都没有任何一家机构给出评级和研报，冷门到了如此地步。

这里特别强调一下，对于“好价格”中的人性判断、市场情绪判断以及资金博弈方向的判断，这里就不做分析了，毕竟判断情绪和资金的博弈，都具有一定的时限性，不方便在书中解读。所以在对“三好”案例分析时，对好价格的分析更多的还是从估值的角度出发（注：下面诸多个股的分析也都省略了这一点）。

5. 结论

神剑股份符合好生意、好公司，是典型的隐形冠军和沙漠之花公司。套用上文隐形冠军公司的标准来看：

（1）以市场占有率衡量，公司是国内细分行业的老大，同时公司产品不面向终端消费，而只是作为涂料产品的原料供应商，几乎没有公众知名度。

（2）公司所处的涂料行业，显然是一个低增速的行业。

（3）涂料行业是一个非常稳定的市场，技术上已经非常成熟，不会再有革命性的突破，受到经济周期的影响较小，不过成本会受经济周期的影响。

（4）公司积极发展国际业务，产品大多出口国外，是国外知名品牌的供应商，市场空间仍广阔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 公司目前市值在 A 股中属于最最小规模的上市企业，离成为显形冠军相距甚远。

总的来说，神剑股份是一个在低增长的行业中的高增长公司。我认为公司走在了正确的道路上：粉末涂料在供给端减少的同时需求端依然在增长，国家严格的环保政策对有技术的大公司而言就是最好的壁垒，公司积极进军上游原材料，随着环保日趋严格，同行业其他公司会加速退出，公司能够依靠优秀的管理层在红海搏杀中取胜。（公司相关数据见 180 页）看好神剑股份能够在行业周期向下（上游原材料成本上升，下游需求减缓）的情况下依然保持利润，同时继续扩张市场占有率，做到细分行业的隐形冠军。

略显遗憾的是，最早关注神剑股份的时候公司市值不过 20 亿元出头，但现在市值已经超过 30 亿元，已经不在好价格的范围了。当然如果出现：市场情绪波动、原材料大幅上涨、行业周期向下、增发摊薄等因素导致净利下滑股价下跌，那么这时候就是最好的买入时机。

8.3.2 豪迈科技：轮胎模具行业的隐形冠军

1. 好生意

全球汽车轮胎模具市场空间为 100 亿元左右，国内市场超过 20 亿元，这几年保持在 10%以上的增长（国内市场成长速度超过国外，一是国内汽车行业景气，二是因国内成本低，世界轮胎生产向中国转移）。轮胎模具行业不仅增速不快，而且门槛很低，想要在这个行业经营好公司显得非常困难，而豪迈科技充分体现了低增速行业沙漠之花公司的魅力，公司的市场占有率逐年提高，目前轮胎模具行业国内市场份额近 30%，同时这几年积极拓展海外市场，战略性进入了世界轮胎三大巨头的供应商体系（2013 年年报显示国内、外业务比例为 6:4，今年达到 5:5）。

不过也是因为国际轮胎制造产能继续向中国转移，同时橡胶价格维持在低位，两者作用下国内轮胎行业产能投资旺盛，这导致了激烈的竞争，国内轮胎行业整体利润率开始下降。好在豪迈产品 60%以上出口，主要客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户是全球轮胎行业巨头，影响较小。

此外，轮胎模具行业的周期性明显，即便是国际巨头也难免受周期波动的影响。但我认为如果豪迈科技是属于隐形冠军企业中的沙漠之花公司，那么投资的逻辑是不能建立在轮胎行业的高景气度上的。判断一家公司是否属于沙漠之花和隐形冠军，一定要看这个公司在行业逆境时候的表现。因此，对于豪迈科技我们需要一直追踪，看看汽车行业周期向下的情况下，豪迈科技是否具备优秀公司的品质脱颖而出，做到即便整个行业不增长甚至倒退的情况下，依然能保持利润，同时利用行业不景气扩大自己的市场份额。

当然我认为豪迈科技有穿越周期的潜力：

（1）不断地扩大海外市场的份额（全球占有率约 11%），公司 2013 年年报确立了未来 3～5 年内将全球市场份额提升至 30%的战略目标，按目前趋势会提前完成，届时收入将达到 30 亿元，即使公司净利润率下滑到 25%左右（2012 年行业艰难的时候仍有 27.82%的净利润率），净利润仍可能达到 7.5 亿元。如果按多倍估值，市值有望达 150 亿元，目前 100 亿元+市值。

（2）规模一定大的时候，轮胎模具的保有量优势可以开始体现。即便新车销量下滑，但我国 7 000 万～8 000 万的汽车保有量为替换胎市场提供了巨大的市场空间，这也可以平滑行业周期带来的业绩波动。

（3）但是考虑到 2013 年全球模具规模只有 150 亿元，每年增速只有 5%～7%，即便是产能转移到中国，行业的天花板也显而易见（豪迈科技计划未来 5 年全球占有率达到 30%以上，也就是 50 亿元收入，豪迈科技的市值目前 100 亿元）。所以公司加大了在钢模、铝模、燃气轮机壳体加工等业务的研发力度。公司的核心竞争力本来就是低成本、高效率的精密加工制造能力，是具有很强的复制性的。

主要看多的逻辑也正是在此，我认为公司的看点不在于行业的高增长，而在于其平台的优势，这种优势来源于管理团队长期的精耕细作，才铸就了公司低成本高效率的精密加工制造能力以及国内领先的研发能力。豪迈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层也表示，子公司培育的新项目中的成熟项目将会在合适的时机注入上市公司，进一步打开公司新的成长空间。

2. 好公司

（1）技术领先带来的成本优势和国际认可。公司在机械制造方面能力突出，能将制造能力转化为成本优势。公司采用自主研发的电火花加工机床取代 5 轴联动加工中心，电火花加工机床较 5 轴联动加工中心主要有设备造价低，加工效率高等优势，目前此技术的核心设备完全公司自主研发，技术在国际上领先。此外，铝模方面，公司通过外购设备自主改造，提高了产品的良率，有效地降低了原材料成本，又一次走到了行业的前列。在燃机壳体加工业务上，公司也自主研发了工装夹具，提高生产效率。先进技术使公司的行业竞争优势明显，毛利率水平显著高于竞争对手公司 10 个百分点以上（仅计提固定资产折旧的差异即可带动公司毛利率比行业其他公司高 6%～8%）。凭借成本和技术优势，公司慢慢获得了全球轮胎巨头的认可，在普利司通、米其林、固特异的模具采购中排名靠前。公司在轮胎模具领域全球第一（国内和海外市场皆第一）。另外，公司的气门芯也是全球第一、螺旋高效换热器国内第一。虽然公司上市时间并不长，公司的股东治理还需要观察，但公司的产品能做到全球第一，足以说明管理层的能力优秀。

（2）优秀的管理带来的低费用。公司费用控制优势显著。公司管理能力显著强于竞争对手。从期间费用来看除销售费用率与竞争对手基本持平外，公司财务费用率较竞争对手低，原因是公司比较保守，负债率自上市后基本维持在 10%以下，上市前在 25%，相比同行业的巨轮股份负债率长期保持在 40%以上。

（3）近两期财务报表。2013 年年报，营业收入 11.3 亿元，同比增长 60%；净利润 3.16 亿元，同比增长 60%。利润大幅增长的主要因素是 2012、2013 年轮胎行业的扩张需求，外加合成橡胶材料的价格大幅下跌和长期低迷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合毛利率 42.8%，上升 1.6 个百分点，主要由于公司模具海外出口业务大幅增长，公司的外销收入占比 40%高于 2012 年（37%），出口毛利率 50%，高于内销 38%的毛利率。大客户采购金额提高：最大客户的收入 7 723 万元，占比 6.8%，比 2012 年最大客户 5 480 万元的采购额显著增长，前五名客户的采购金额都有显著增长，说明公司在全球市场占有率显著提高。

三项费用率 8.9%，比 2012 年 7.5%有所提高，主要是由于募投资金余额减少，利息收入减少约 2 000 万元。现金收入比约 84%，比 2012 年 89%略有降低，经营活动现金净额 2.28 亿元，占净利润比重 72%，跟 2012 年基本持平，现金回款情况基本正常。期末预收款从年初 3 189 万元增长到 7 033 万元，预示 2014 年模具需求仍将旺盛。

从 2013 年年度 ROE 只有 14 左右的角度看，豪迈科技似乎并不是特别好的生意和公司，但把 ROE 拆分开，发现豪迈科技负债率只有 8.88%，而轮胎模具行业又是重资产行业（固定资产 2013 年比重 20.46%），所以导致净资产收益率较低。

其他：公司铸件业务 2013 年已扭亏为盈，毛利率恢复正常，主要产品包括风电齿轮箱、基座等大型铸锻件，预计 2014 年将继续保持快速发展并贡献业绩。巨胎硫化机业务去年新接订单 9 台，交付海外客户 4 台，其余预计 2014 年交付，还将保持快速增长。燃机业务目前正在申请西门子、三菱及阿尔斯通等客户的供应资质，预计 2014 年将能迎来新客户，并且在壳体铸件、燃气轮机内部零部件等产品上将有突破。

从历史财务报表看，公司的毛利率、净利率、负债率、费用等均远超同行业巨轮股份。巨轮这两年的海外销售不进反退，而豪迈科技的生意模式清晰，重点发展细分行业，强调降低成本，占领市场，而巨轮强调多元化，分散了主营的精力。

再看 2014 年三季报，1 月～9 月，公司营收 13.15 亿元，增长 57.07%；净利润 3.82 亿元，增长 50.35%；ROE 达到 15.78%，同比增加 4.37 个百分点。其中第三季度业绩超预期爆发，营收同比增长 70.5%，净利润同比增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

63.3%。虽然知道公司新建产能在 3 季度投产会影响单季度收入增速，但业绩的强悍程度还是超过了我的预期，远“甩”同行业老大巨轮股份 N 条街。公司预计 2014 年业绩增速区间 30%～60%，从订单角度看，公司订单饱满，9 月末预收账款达到 1.48 亿元，同比增长 111%，如果简单按 30%来估算，在手订单近 5 亿元，估计年度业绩会在上限。

毛利率保持稳定在 44%左右。前三季度销售费用 2 719 万元，同比增长 54%，基本与营业收入同比增速保持同步；前三季度管理费用为 9 173 万元，同比增长 72.86%，主要由于研发投入加大所致，而研发投入增速高于营收，是净利润增速不如营收的主要原因。

前三季度 ROE 高达 15.78%，同比增长 4.37 个百分点，年报 ROE 估计会到 20%以上，要知道豪迈科技可是在 12%的资产负债率的水平下创造了这种高度的 ROE（意味着公司的 ROE 质量非常高，几乎等于 ROIC）。它真的是一个重资产的制造业公司吗？要知道很多轻资产的服务业公司都没有这样牛的投资回报率啊！

3. 好价格

豪迈科技 2013 年的营收和净利润增幅双双在 50%以上，和汽车行业景气度高有很大关系（和原材料价格也有很大关系，从 2011 年后半段开始的丁二烯类价格下跌，推动了 2012 年就开始的轮胎产业的大幅扩张，2013 年的丁二烯价格持续低迷也为下游产业带来了丰厚的利润，但 2014 年很可能就是轮胎行业的拐点，2015 年行业将会面临原材料涨价和产能过剩的双重挤压，整个行业很难在 2013 年高增长的基础上再高增长，豪迈科技也不例外）。目前股价对应估计 2014 年年底 PE 在 20 倍左右，从静态的估值看，公司似乎并不高估。但我认为即便豪迈科技能够通过不断扩大市场份额以及拓展新业务来抵御周期向下的日子，目前也不是一个好的买点。真正的买点应该会出现在行业周期向下时（期待豪迈科技能逆周期稳住利润，甚至能继续扩张，这才是沙漠之花的本质）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 未来看点

（1）短期来看：公司的订单、生产排产情况比较好，已经排产至3季度末，2014年业绩高增长有保障。2014年公司产能预计将扩张30%以上，基本保障2014年40%以上的增长。钢模方面，目前收购的关联公司厂房已基本投入生产，新一代的电火花机床也已经就位，生产过程自动化程度大幅提高；铝模方面，新采购的设备正陆续到位，预计2014年中将能全部安装完毕。从几项新业务的发展看，铸造产品、硫化机及燃气轮机零部件等业务2014年开始放量（刚刚新签1.2亿的高毛利率巨型硫化机订单），公司已经成功做到了在不同机械领域间新业务顺利的切换。未来模具业务之外的新业务是公司继续高成长的保障，同时也可能会成为公司在行业周期向下时维持业绩的重要因素。

（2）中期来看：海外比重会越来越大，业绩稳定性会更高，利润会更好。目前产品已经得到全球轮胎巨头的认可，在普利司通、米其林、固特异的模具采购中排名靠前，将来进一步实现全球替代。

（3）长期来看：公司核心竞争优势是研发和管理，可延展性强。公司从轮胎模具加工设备到轮胎模具的发展史告诉我们公司的成长空间不局限在轮胎模具行业，存在外延的可能。集团资产未来存在注入的可能，目前集团旗下最优质资产换热器，对应全球市场空间500亿美元，远大于公司轮胎模具业务。另外，油气装备业务也值得关注。

5. 总结

（1）豪迈科技上市后已经成功取代巨轮股份，成为国内市场占有率第一的细分行业龙头，但同时因为它的产品不面向消费者，消费者根本不知道轮胎和豪迈科技之间的联系。

（2）公司处在一个低增速的行业中。

（3）轮胎行业的竞争比较稳定，市场基本被几大企业瓜分，技术已经非常成熟，不过公司会受到经济周期的影响，但豪迈科技通过全球化战略和发展其他产品来努力克服周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）豪迈科技除了国内占据较高市场份额外，在国际上的地位也很高，产品大多是出口，市场空间广阔。

（5）豪迈科技 100 亿元左右的市值，这种市值依然属于小企业范围，不算是显形冠军。

8.4 沙漠之花

本书前几章也陆续介绍过沙漠之花公司，在上面对隐形冠军豪迈科技的分析中也多次谈到其沙漠之花公司的属性。沙漠之花的概念最早是彼得·林奇提出来的，专指一些冷门行业或者夕阳行业由于需求稳定，行业的增速很低（甚至出现 0 增长），经营不善的弱者一个接一个被淘汰出局，但一些优秀的公司能够凭借自身的技术优势、政策、天然壁垒等其他客观条件，不断地占领市场份额，不断地淘汰同行业的其他公司，使得供应端进一步减少，最终形成寡头垄断。对于能在恶劣的沙漠环境中绽放花朵的公司，俗称为“沙漠之花”公司。典型例子如空调业的格力。过去 20 年来，供给端在不停地收缩，而需求端仍在稳步增长。

说到这里，还记得第 2 章介绍的肖氏工业公司（SHAW INDUSTRI）吗？恐怕很难找到比地毯行业更为糟糕的夕阳行业了吧。但谁能想得到在这种行业里，竟然会出现涨幅百倍的上市公司。肖氏工业公司为什么会成功？（肖氏工业公司成功的原因见第 2 章 45 页）。值得一提的是，肖氏工业公司在创始人退休后，于 2000 年被巴菲特的伯克希尔哈撒韦公司收购。

当然如果能在高速扩张的热门行业里，寻找到那些需求端在减少的公司，那自然是最佳的选择。只是这些公司出现的概率实在太低，百年都难得一遇（比如可口可乐等极少数伟大的公司）。所以，我一直认为投资者应该把更多的精力放在寻找那些被市场抛弃的冷门行业中的优秀公司，而不是去寻找热门行业的热门公司（特别是很难搞懂的），毕竟想要在一个低增速的行业里争取到更大的市场份额要远比在一个迅速增长的行业里费尽气力保住日渐萎缩的市场份额容易得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·林奇书中曾总结过沙漠之花公司的特征，我特意对原文进行了一些修正，具体总结如下：

（1）公司处在一个几乎不增长的行业（但需求不能萎缩），行业竞争激烈。但对于优秀的沙漠之花公司而言，因为行业面临较少的竞争，而竞争者又不断被淘汰出局（供给端收缩），反而获得了巨大的优势。

（2）公司能形成独占性的垄断优势。

（3）公司以低成本著称，管理层节约得像个吝啬鬼。

（4）公司激励制度或待遇相当不错，高管或员工能够分享公司成长创造的财富。

（5）公司尽量避免借债（低负债才有低成本）。

（6）人们需要不断购买其产品的公司，公司有一个利基。

（7）公司的名字或主营业务听起来枯燥乏味，甚至可笑（比如名字非常奇怪的公司，或不面向消费者只用于生产过程中的公司，他们往往会被低估）。

（8）机构几乎不持股，分析师不追踪。

其中我认为第一条是最重要的一条，也是沙漠之花能够绽放的最基本的条件：**需求端仍在扩张、供给端（竞争端）在萎缩。**

通过上面几条不难看出，沙漠之花公司的标准和隐形冠军颇为相似。沙漠之花公司基本是行业冠军（隐形或显形），但行业冠军公司不一定是沙漠之花公司。比如 A 股的宝钢股份，是行业内当之无愧的冠军，也有部分沙漠之花的特质。相比同行业公司的成本、管理优势，在钢铁行业内宝钢在不断地收购兼并做强做大，只能说宝钢股份是细分行业的冠军（不是默默无闻的隐形冠军公司，因为它已经很出名了，市值已经很大了），但不是沙漠之花公司，因为它不满足沙漠之花的一个重要条件：市场的利基，即市场的需求，沙漠之花公司之所以能够高成长的逻辑就是，供给端在收缩的同时需求端没有收缩或小幅收缩，而钢铁股在 2009 年四万亿政策后，大周期向下，需求开始快速萎缩，所以宝钢不能持续保持高速成长，只能作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为强周期股出现业绩反弹。这一类强周期细分行业的龙头很容易被投资者误认为是沙漠之花公司，其实可能是一个陷阱，在周期向下的时候无法通过市场占有率或成本的优势保持优势，因为需求端收缩得太快。

同样，以一个案例的分析作为寻找沙漠之花公司的思路。

8.4.1 鲁泰：夕阳纺织行业中的沙漠之花公司

1. 好生意

众所周知，纺织行业是典型的夕阳行业，行业增速非常缓慢，很多时候甚至出现不增长。在大众看来，这种行业和"好生意"似乎扯不上关系。但显然这是偏见，因为对于优秀的沙漠之花公司来说，夕阳行业一样可以是一门"好生意"。

简单介绍一下这个行业。中国纺织产业经过几年的发展，已经形成了相当大的产量规模。行业在早些年能够大发展的原因是因为中国的劳动力成本的优势，全球的产能不断向中国转移，中国已经成为全球最大的纺织出口国。因为纺织行业几乎没有准入门槛，行业处在典型的红海竞争中。国内纺织行业的产品高度同质化，主要以低端产品为主。只有部分中高档纺织企业能够利用自身的优势在高度同质化的市场里进行差异化的竞争。总体来说，纺织行业的内销市场竞争比出口市场更为激烈，低档产品竞争比高档产品更为激烈。

中国纺织行业从十年前就开始面临整体收入下滑的局面了，不过和钢铁水泥等产能过剩的行业不同的是，纺织行业的需求端并没有下滑，导致收入下滑的最大因素是，国外的订单往成本更低的东南亚地区转移，而国内内需的增加无法抵消这一部分消失。严格意义上来说，这种情况已经不完全符合沙漠之花的要求了，因为行业的需求端正在衰退，而且是不可逆的衰退（劳动力成本只会越来越高），但事实上，鲁泰即便是在这样恶劣的情况下，依然在逆势成长。

以 2008 年为例。当年，我国纺织业遭受 10 年来最艰难的一年。受美国次贷危机、人民币升值、出口退税下调、货币政策从紧、加工贸易政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整、劳动力成本上升等多种因素影响，众多纺织行业生产企业陷入了生产经营困难的窘境，挣扎在亏损的边缘，企业纷纷倒闭，停产、半停产的更多。但鲁泰依然自身优秀的品质，在欧美订单大幅减少、经济萧条的情况下逆势扩张市场份额，2008 年公司营收增长 3%；同时公司严控成本，在人民币升值、劳动力成本上升的因素下保持了净利润增长 11.6%，这就是沙漠之花的魅力，在如此严酷的环境中，依然绽放着绚丽的花朵。

因此，这就是鲁泰在面对行业需求减少的情况下，依然能够称得上沙漠之花公司的原因。

另外，我们知道沙漠之花公司往往处在夕阳行业中，面临较少的竞争（没有新的资金投入这个行业），同时行业内竞争者在不断地被淘汰出局。纺织行业也是一样：在中国纺织行业的发展初期，纺织行业增速飞快（加入世界贸易组织后有大量的订单涌入），同时因为行业门槛低，所以市场的参与者众多，因此整个行业迅速进入红海搏杀阶段，残酷的竞争后无法降低成本的企业会被逐步淘汰。

特别是这几年来，纺织业除了本身的竞争外，还受到国内外棉价高差价的影响，以及产能淘汰政策的影响。展开来介绍。

（1）国内外棉花价格对纺织企业的影响

棉花价格到底是怎么影响纺织企业的？由于国内棉花价格长期被政府控制，所以国内外棉价并不同步，而国内纺织企业主要都是出口导向的，产品价格跟随国外棉价走，而成本则是由国内棉价决定的（不过鲁泰正在努力摆脱这样的束缚，不断建设自己的棉花基地，控制成本），这意味着如果国内棉价低于国外棉价时，将有利于纺织企业；反之，如果国内棉价涨，而国外棉价下跌，那么就是利空，不仅营收可能下滑，净利润更是受打击。

2011 年开始，国内外棉价开始长期倒挂，最离谱的时候，国产棉比进口棉每吨贵 6 500 多元，因此 2012 年开始倒下了一大批纺织企业，因为企业买棉花生产就意味着亏钱，而不买的话就只能关停（政府控制棉价的目的除了保护棉农外，也是为了淘汰落后产能），国内最优秀的纺织企业鲁泰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样面临困境，2012 年可谓内忧外患，国内下游服装行业前两年大幅衰退，国外遭遇欧债危机 2011～2012 年非常不景气，棉价内外差大幅攀升，人民币持续升值，因此鲁泰 2012 年出现了上市以来首次营收和净利润的下滑(即使 2008 年鲁泰都在增长)。虽然 2013 年 4 月内外棉价差一度缩窄至每吨 2 000 元左右。但之后 7～8 月再次扩大。

所以国家 2014 下半年开始把临时收储政策取消，转而执行新疆地区的目标价格直补政策，十分有必要，这意味着中国政府将不再为棉花市场“托底”，国内棉价回归市场供需。由于中国国储棉 8 月底停止投放（市场缺乏棉花流通资源，过去两年，中国新棉 9 成左右被国家收储），以及中国 2014 年、2015 年新棉预计 8 月底集中上市，目前中国棉花整体库存量将达到峰值 2 000 万吨，接近全球棉花一年的消费量。这些因素将导致 8 月底后国内棉开始价大幅下跌，因此国际棉价大跌传导至国内棉价只是时间问题。如果没有新的救市举措出台，国内棉价甚至可能下探跌破 15 000 元每吨，内外棉花差价会再度收拢。

（2）环保要求提升，产能淘汰加速

纺织业是一个高污染行业。2007 年 5 月，国务院下发了《第一次全国污染源普查方案》，纺织业被列为重点污染行业。据国家环保总局统计，60% 的行业污水排放来自印染行业，且污染重、处理难度高，废水的回用率低。在能源消耗方面，纺织机械、化纤机械电力消耗十分突出。化纤行业总耗能比国外先进水平高 10%～30%。

近年来随着环保要求的提升，小的色纺制造公司因为无力承担环保处理装置，污染严重，所以必然要被淘汰。行业也会进一步向大企业集中。

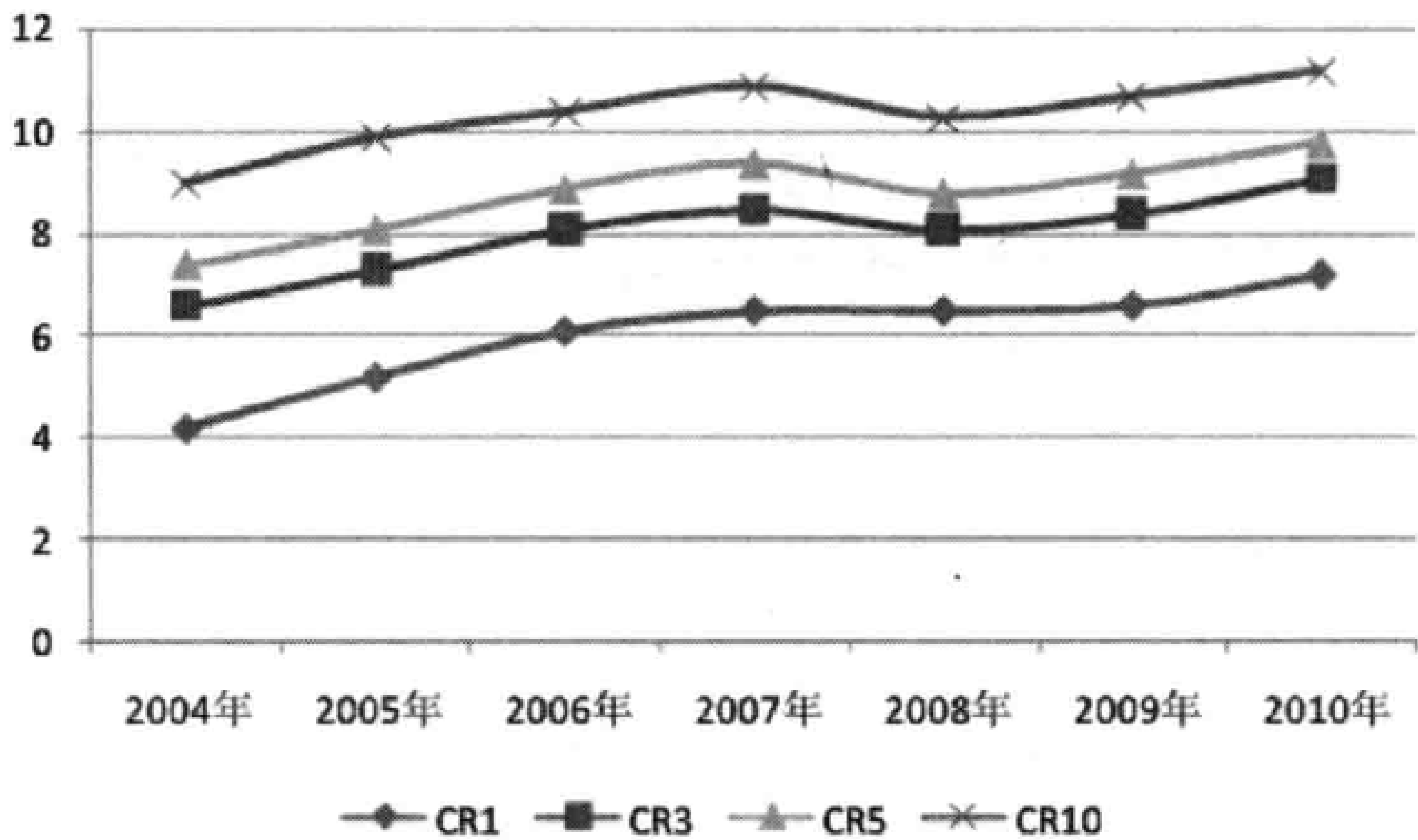
（3）结论

在几种因素的共同作用下，纺织行业的集中度不断提升，订单、利润都在继续向大企业集中。具体数据如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004~2010 年，我国棉纺织行业企业集中度呈现增加趋势，2007 年得到较大幅度提升，2008 年又重新下降，2009 年落后产能淘汰政策实施，效果显现，2010 年行业集中度大幅提升，CR1、CR3、CR5、CR10 分别为 7.2%、9.1%、9.8%、11.2。

2004~2010 年中国棉纺织行业集中度分析



2012年数据

规模以上企业数	利润占全行业总额比重	平均利润率
7.01%的企业	35.26%	≥10%
24.47%的企业	53.83%	5%左右
68.53%的企业	10.91%	小于 1%

因此，我们可以得出结论：优秀的沙漠之花公司即便是在纺织行业中依然符合“好生意”的条件。

2. 好公司

鲁泰和大部分纺织行业的公司一样，起步时都以 ODM、OEM 代工的模式（且主要是以出口为主，2013 年内销比例只有 31%）。近几年也开始转型推出自己的品牌。具体来看为什么鲁泰称得上好公司。

（1）行业龙头

公司是亚洲最大的色织布生产基地，产品 80%以上出口，市场覆盖日本、韩国、美国、英国、意大利等三十多个国家和地区。公司是集棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理及制衣于一体的综合生产的纺织企业，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导产品为衬衣用色织布面料。色织布是男士衬衣的主要面料，占服装面料的 30%左右。前几年公司在高端色纺布的出口市场占有高达 20%。公司水平先进的 COM 纺生产的细支无结头纱已超过了乌斯特 5%的水平，是目前世界上最先进的纺纱技术。鲁泰近年来成功开发了 600 多项新技术、新产品。其中 8 项达到国际领先水平，21 项达到国际先进水平。

公司已经发展成为全球产量最大的高档色织面料生产商和顶级品牌衬衫制造商。同时公司拥有从棉花育种、种植，到纺纱、漂染、织布、整理、制衣以及双线品牌营销全产业链（为完善产业链，公司在新疆建有 15 万亩长绒棉基地）。

（2）技术优势和研发能力

公司累计获得受理专利 174 项，其中发明专利 58 项；实用新型专利 109 项、外观设计专利 7 项；共有授权专利 122 项，其中发明专利 18 项、实用新型专利 97 项、外观设计专利 7 项；仅 2013 年，公司申请专利 27 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 16 项，外观设计专利 2 项。授权专利 20 项，其中发明专利 2 项，实用新型专利 18 项。

累计获得国家、省部级奖励 30 项，其中国家科技进步二等奖两项，省科技进步奖 8 项，其中一等奖四项，二等奖一项，中国纺织工业联合化科技进步奖 20 项，其中一等奖三项，二等奖 8 项；承担了 8 项省部级以上科技计划，并承担国家及省部级重大研究项目 9 项；共参与或主持制定的标准 19 项，其中国家标准 5 项，行业标准 14 项。

2013 年公司的技术人员占比高达 25.5%，其中大专以上学历占比 35.7%，2013 年年底研发投入占比营收的比例接近 4%，2014 年上半年研发投入继续增加 30%，占比营收的比例高达 4.8%，远甩同行业其他公司十条街。这样的研发能力出现在一家纺织企业中，大家能想象吗？

那么高的研发投入换来的是什么呢？这里分享一段实地调研信息：纺纱开始后的全流程。

鲁泰的纺纱车间窗明几净，干净整洁，却极少见到工人的身影。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲁泰成立之初便确定了产品高档次、高品质的定位，因此在鲁泰的车间，随处看见代表着全球纺织行业的最高水平的设备和仪器：鲁泰先后引进了世界一流的德国祖克浆纱机、比利时剑杆织机、日本津田驹喷气织机、全自动穿经设备……还有各类鲁泰自主研发以及与各国合作的纺纱、织布、漂染、成衣制造等各种最先进成套设备，而且自动化程度非常之高。包括世界上最先进的自动穿筘机，每分钟可自动穿筘 140 根纱线，工作效率是人工的 8.6 倍，一台设备即可净节约 30 多人；与康平纳公司合作，联合研究开发出全国首台套年产 10 000 吨全自动筒子、经轴、纱染色系统，实现了纱线经轴的中控染色、智能配送；制衣车间的自动钉扣机，几秒即可钉好一颗扣子，而且为了防止扣子钉反，一个圆形的小型仪器自动过滤，反面朝上的扣子自动滑下，重新进行排队……

（3）行业地位

鲁泰色纺布的下游客户包括 ARMANI、BURBERRY、CK、DKNY、BOSS、POLO 等国际一线品牌，公司也是 OLYMP，PINK 等全球顶级品牌衬衫的生产商。

这几年公司开始积极打造自己的品牌。这是非常对的策略，代工贴牌的好日子总要碰到天花板，只有把自己的品牌做起来才有希望。

但鲁泰的品牌打造之路，并非一帆风顺。鲁泰一直在“跪着赚制造加工的钱”与“站着赚自有品牌的钱”之间纠结。毕竟贴牌赚钱赚的太舒服，没有自我革新的动力（就说 2008 年金融危机，由于三年以上的老客户订单保持在 80%以上，鲁泰开工率依然保持在 100%。日子过得很好）。所以虽然早在 1995 年，自主品牌格雷芬便已诞生，但进展缓慢，如今线下门店只有 30 多家。如果按照目前的发展速度，开到 100 家门店才可以创造 1 亿～2 亿元的销售额，那么开上 1 000 家，就创造一二十亿元的销售额。这与每年高达 70 亿～80 亿元的贴牌现金流比起来，差得太远，而且对自有品牌的投入需要大量的人力物力，意味着鲁泰需要冒着极大的风险只赚取少量的利润。

不过这几年管理层显然意识到了自有品牌的重要性。仅从产品质量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来讲，一件集鲁泰高端色织面料和制造工艺的格雷芬衬衫可以卖到 5 000 元的高价，与日本的日清纺、意大利的 ALBIAI、MONTI 等世界高端衬衣品牌不相上下，甚至还略胜一筹。鲁泰的撒手锏产品是“C300”极品衬衫，就是将一股线分成 300 支细线做成，世上能做到的“只此一家，决无分号”。目前只是部分欧美高端客户订货，鲁泰将这部分人称为“ABC”，就是出入只坐“A380”空中客机，开车只开“Bentley”宾利，穿着“C300”衬衫。曾有日本服装专家称格雷芬为“中国纺织界的茅台酒”。

2007 年，鲁泰集团旗下的北京思创全盘接手了格蕾芬品牌的市场运营。此前该公司还一直负责美国箭牌在中国区的运营，由拥有服装品牌运作经验的新加坡人黄青云掌盘。黄青云当时的思路是直接在箭牌近 400 家直营店铺中直接铺格雷芬的产品，有现成渠道直接使用。其实，黄青云犯了一个错误，让两个定位如此不同的品牌放在一起，省的渠道费却是以侵蚀格雷芬的品牌形象为代价，得不偿失。如今，调转回头的格雷芬重新寻找目标消费群，最终决定在每年 800 万以上人流的机场铺店，定位商务人士。

另外，在 2009 年，借着电子商务大势，鲁泰决定在线上完成大众自主品牌布局——鲁泰在线和佰杰斯淘宝商城旗舰店先后上线。

遗憾的是，这几年公司自己运作的品牌“佰杰斯”却不尽如人意（或者说佰杰斯旗下的格雷芬），要知道佰杰斯全线产品全部是采用给国际名牌供货的面料和做工啊，而价格只有他们的 1/10，那么高的性价比国人依然不待见，到底是为什么呢？

中国确实有很多很好的制造业企业，可以做出世界上最优秀的产品，但问题是这些产品在国内很难形成自己的品牌。因为生产和营销是两码事，特别是这种高度竞争的行业下，中国的企业家缺乏创立品牌的能力，简单地说就是会搞生产不会搞品牌，而能做出品牌效应的，基本都在互联网领域，很少出现在制造业。再加上中国人长期崇洋媚外的心态，好的产品没办法推广。最终好的企业都成了世界工厂，以给别人做贴牌为生，民族品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌大多停留在低端制造环节。同时在当下的中国，高端衬衣市场依然是个“小众市场”，所以要做自主品牌实属不易。

对于鲁泰来说，贴牌制造是公司成功的基石，但可能也是公司品牌之路的绊脚石。如何找到“代工”与“品牌”的平衡点，从贴牌制造 OEM 到设计制造 ODM 再到品牌制造 OBM，这条路究竟要走多远，没人能有答案。我唯一能做的就是相信鲁泰能够成功，并用真金白银支持它。

（4）环保的重视

印染的污染至今没有得到很好的解决。但在鲁泰，漂染全流程的工艺再造和重点环节的技术革新，使得环保问题不再是一个问题了。鲁泰与东华大学合作开发了印染废水大通量膜处理及回用技术，实现了印染废水的前期清浊分流，中期重点回收，后期深度处理回用。推动了我国印染行业污水回用技术的发展。该技术获得国家科技进步二等奖。

在鲁泰的节能减排中被津津乐道的是半缸染色节能技术，顾名思义，传统的染色是全浸满式（全缸）的染色方法，通过创新改造染色设备、研究开发染色工艺参数等，鲁泰在行业内率先成功开发了具有国际领先水平的“半缸染色”技术，能实现节水 36.6%，节电 15%，节汽 26.4%的显著节能效果。该技术获得全国印染行业节能减排成果一等奖。

鲁泰投资 3 300 多万元建成中水回用系统，回用率已达 65%；目前日中水回用量是 1 200～1 500 吨，预计二期能达到 3 000 吨。液氨回收率可达 98%以上，实现了零排放。不仅如此，鲁泰先后投资 2 亿元用于环保投入，建成一个污水处理厂，4 个污水站，日处理污水量 8 万吨，不但对企业自身的染整废水进行处理，而且承担了当地的城市污水处理任务，处理后的污水 COD 优于国家一级 A 的排放标准。

（5）优秀高效的管理层

管理层的优秀与否需要投资者对公司进行长期的观察和接触，鲁泰上市十多年来，公司管理层的优秀有目共睹。不过我也认为，管理层的优秀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与否很难进行量化，所以判断的标准还是应该从财务报表、运营、研发、环保等各方面出发，其中财务数据分析可以很好地帮助我们辅助判断。

3. 财务报表分析

（1）首先回顾一下 2005～2012 年的财务数据

鲁泰 B 股 1997 年 8 月上市，A 股 2000 年 12 月上市，十年来鲁泰一直是一家优秀的企业。2005～2011 年期间，公司收入复合增速达到 15.1%、EBIT 达到 17.1%。从成立到目前仅有 2012 年收入、净利润出现下滑。

下图所示为鲁泰 2005～2012 年对应的净利润、收入及增速变化。

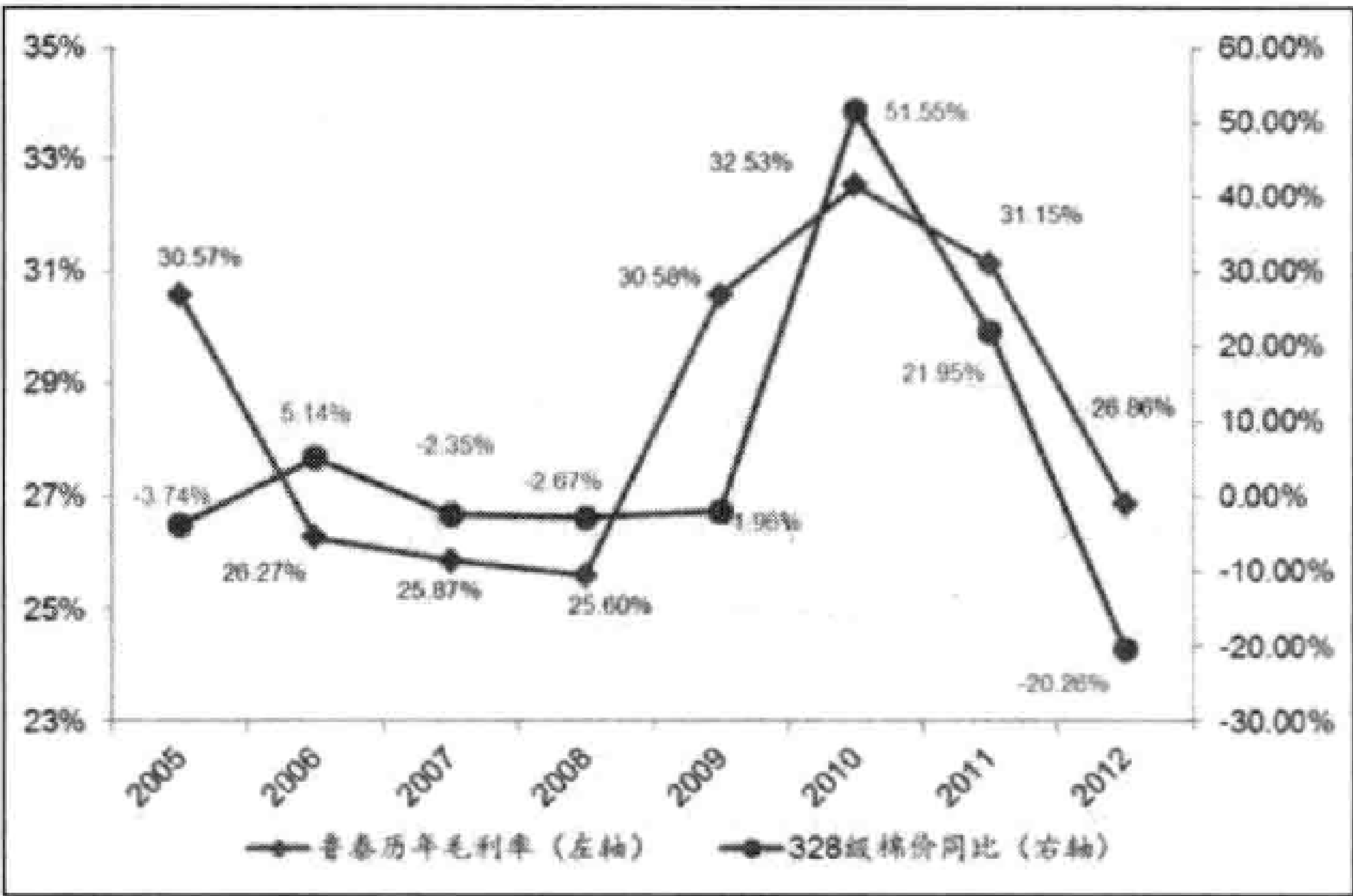
年份	净利润(亿)	同比增速	营业收入（	同比增速
2005	3.115	11.26%	22.33	18.10%
2006	3.4	9.17%	30.03	34.49%
2007	4.597	35.21%	38.11	26.88%
2008	5.13	11.58%	39.22	2.92%
2009	5.7	11.17%	40.36	2.92%
2010	7.39	29.62%	50.26	24.51%
2011	8.49	14.81%	60.79	20.95%
2012	7.08	-16.58%	59.01	-2.92%
复合增速		13.28%		14.89%

公司毛利率在 2005～2012 年期间，一直保持 25%以上的水平。决定公司毛利率一直保持较高水平的原因在于公司完善的产业链（多个产业链环节毛利率的累加），以及强大的研发能力，总体上公司货品质量稳定性、交单稳定性、产品的创新性等领先同行，这也是公司订单无论何种情况下都一直饱满的原因。

毛利率出现波动的原因则在成本端。因棉花成本在公司产品（面料和衬衣）总成本中的占比超过 60%，趋势比较上，市场上 328 级棉价年同比增速以及内外棉价差直接影响公司毛利率水平。2011 年毛利率下降主要在于棉花价格处于快速下跌过程中，2012 年毛利率下降则主要在于高内外棉价差。

下图所示为鲁泰历史毛利率趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再看人工成本。2012 年，公司人工成本在面料、衬衣中生产成本中的占比分别为 14.31%、29.35%，成衣中人工成本相对占比较高，且近几年同样面临国内人工成本连续上涨的压力。但公司通过提高人均产出效率应对人工成本问题。2012 年较 2005 年，公司人均面料产出复合增速为 7.12%、人均衬衫的复合增速为 10.16%，而员工人数增长为 5.81%，效率显然在提高，如下图所示。

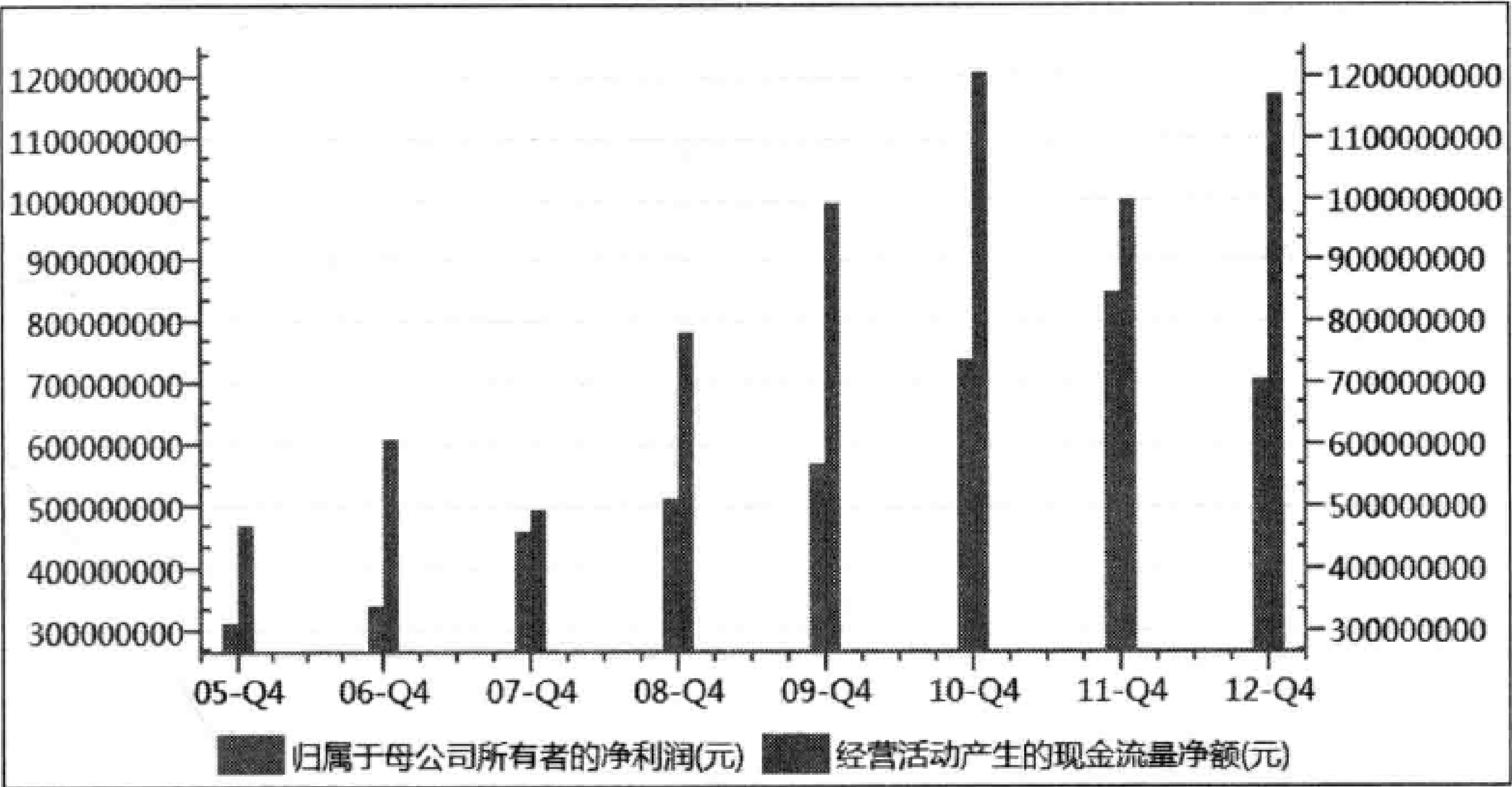
表1：鲁泰2005-2012年员工人数变化			
鲁泰A	2005年	2012年	2005-2012复合增速
员工总数(人)	11260	16725	5.81%

表2：鲁泰2005-2012年人均产量情况			
单位产出	2005年	2012年	2005-2012复合增速
面料：人均产量(米/人)	8737	14144	7.12%
衬衫：人均产量(件/人)	561	1105	10.16%

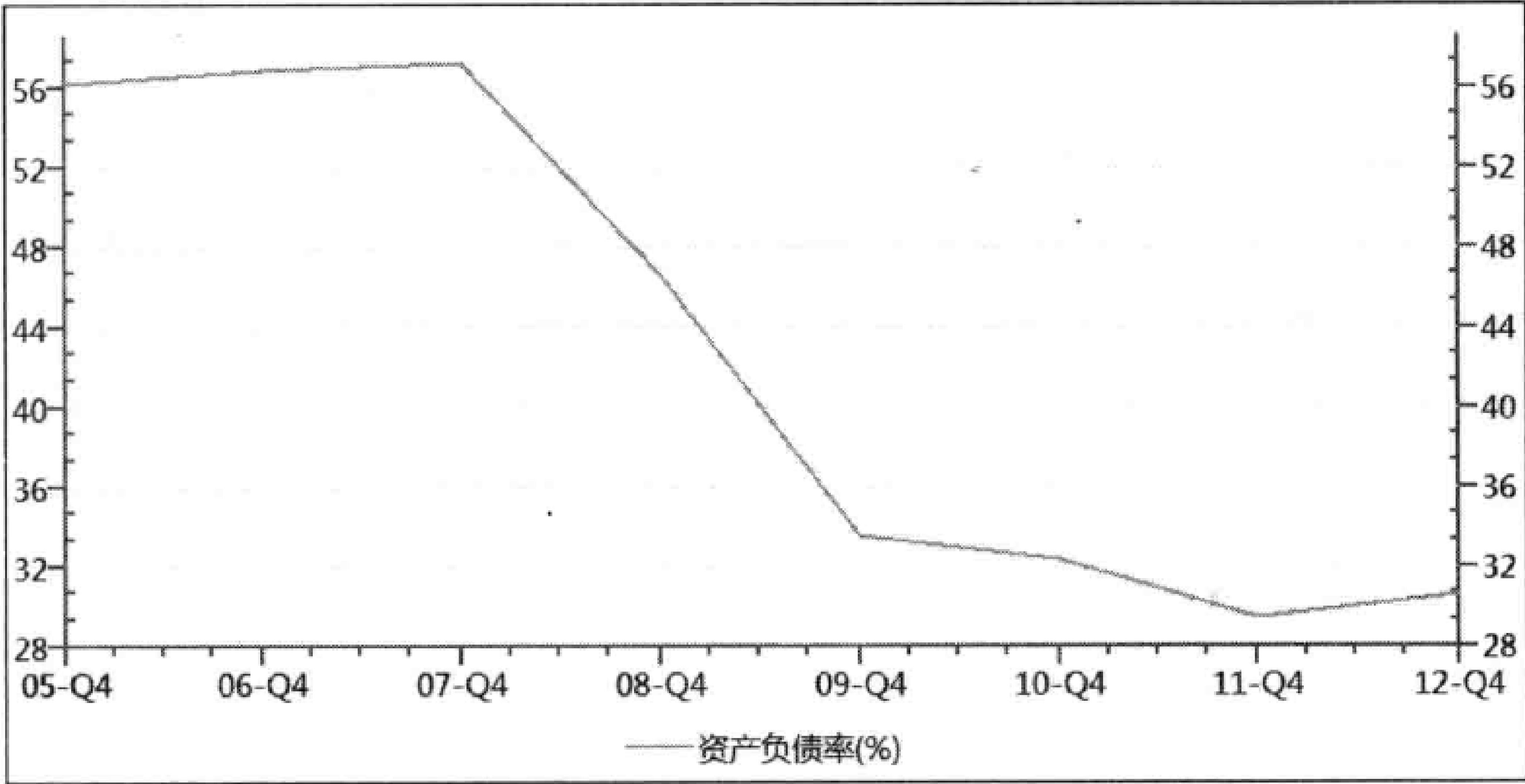
公司历史经营性现金流净额趋势上持续增长，与公司净利润额趋势匹配。此外，2010 年以来，公司资产负债率一直保持 30%的相对低位水平，2008 年资产负债率较 2007 年下降，原因主要在于公司 2008 年增发募集资金 6.51 亿元所致。综合来看，公司现金质量及资本结构反映公司经营稳健特征突出。

下图所示为鲁泰历史净利润额、经营现金流量净额及货币资金变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



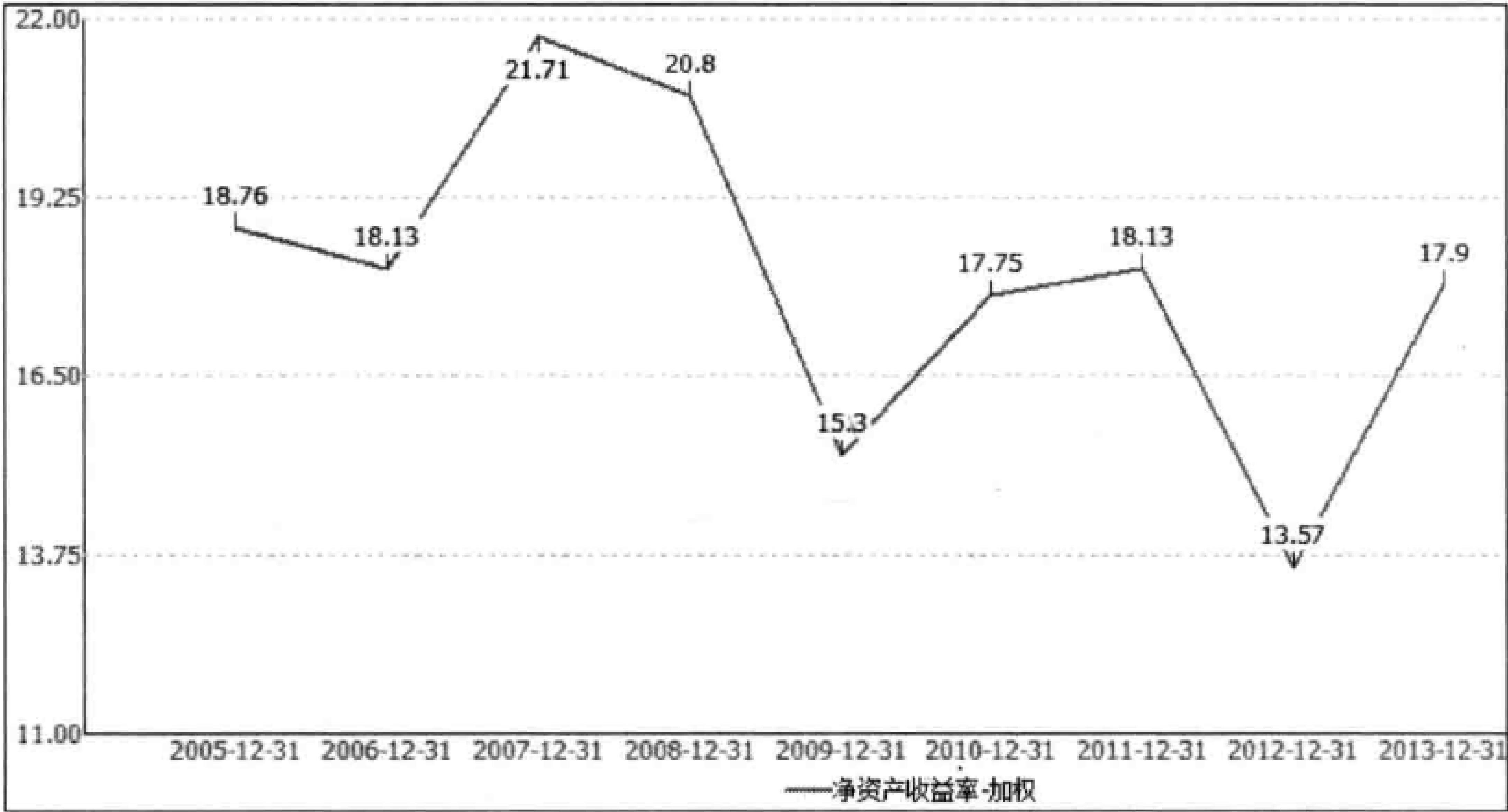
下图所示为鲁泰历史资产负债率变动。

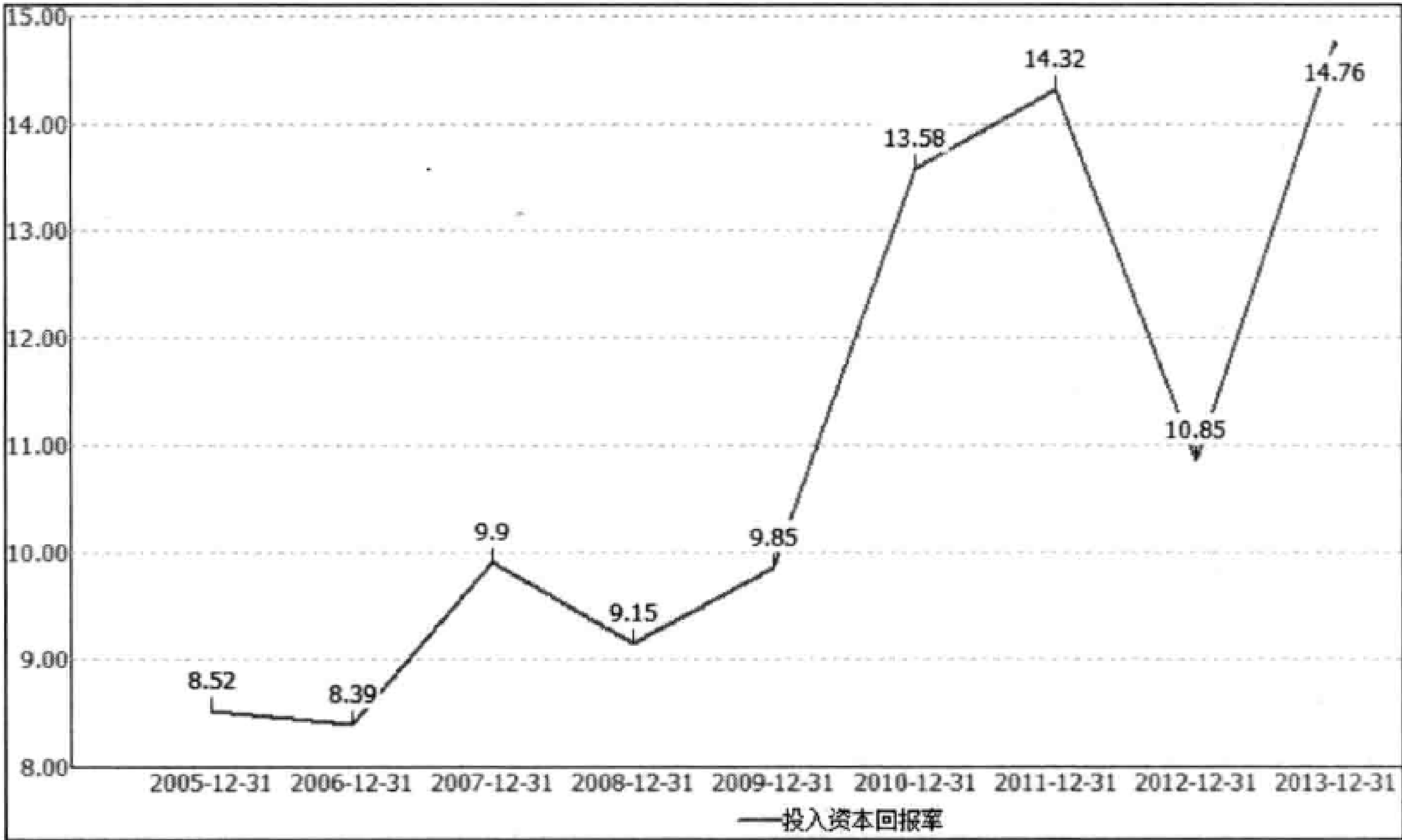


下图所示为公司的 ROE 和 ROIC 的变化。

杜邦分析	2005年	2006年	2007年	2008年
ROE合计	18.76%	18.36%	21.72%	17.67%
净利润率	14.92%	11.89%	12.69%	13.13%
总资产周转率	0.53	0.64	0.7	0.61
财务杠杆	2.53	2.54	2.57	2.23
总资产净利率ROA	7.93	7.58	8.89	7.94
	2009年	2010年	2011年	2012年
ROE合计	15.29%	17.76%	17.88%	13.67%
净利润率	14.96%	16.22%	14.68%	12.13%
总资产周转率	0.6	0.75	0.82	0.74
财务杠杆	1.8	1.6	1.56	1.54
总资产净利率ROA	9.01	12.24	12.08	9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





对于上面几个图，需要注意几点：①可以看到 2005 年来鲁泰的负债率逐渐降低（杠杆降低），但 ROE 基本保持，主要是资产周转率的上升（意味着公司的经营和管理能力越来越高效）及净利率的改善；②从 ROIC 不断上升中也可以看出公司的成长轨迹，从早期的高杠杆驱动高 ROE 的模式慢慢过渡到低负债高 ROIC（投入回报）的成长模式；③2012 年公司遇到困境是最佳的投资机会，公司盈利能力在 2013 年大幅反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）2013 年年报分析

2012 年整个纺织行业经历了国内外的同时大衰退（国内经济萎靡，欧洲债务危机），鲁泰也出现了上市后首次的净利润下滑，在经过痛苦的 2012 年后，2013 年鲁泰成功爆发，全年公司实现营业收入 64.78 亿元，同比增长 9.8%，净利润 9.99 亿元，同比增长 41.2%，公司的净利润率高达 15.4%，而全纺织行业（3.7 万家规上企业）的平均利润率仅为 5%左右。公司的毛利率遥遥领先行业平均水平。

分产品来看，面料收入同比增长 8.93%，销量同比增长 12.5%，面料平均销售价格微幅下降。衬衫销量同比下滑-1.51%，收入同比下降 0.59%。棉花销售 1.79 万吨，同比增长 135.24%（主要是新疆鲁泰销售收储棉增长所致）。

随着需求的回暖以及国内外棉价差缩小，公司面料产品毛利率大幅提升 5.43 个百分点至 31.49%，这是总体毛利率提升的主要原因。分市场来看，出口业务增速达到 6.0%，主要受益于东南亚市场的较快增长（19%），而欧美日韩市场出现下滑，但如果欧美经济逐步回暖，且人民币有贬值的预期，公司出口业务增速还会加快。

关于棉价方面，前面已经解读过了相关政策，因为不确定性较高，不过多分析。简单地说，得益于 2013 年年初的低用棉成本，公司面料销售毛利率同升 5.4%～31.5%，并带动综合毛利率同升近 4%～30.8%。本期公司推进鲁泰精益化生产方式（LTPS），取得一定成效，全年除工资成本略有上升外，其他多项费用呈现下降，这期间费用率同降 1.1%～12.1%，其中三费率均有不同程度下降：销售费用率和管理费用率和财务费用率分别下移 0.32%、0.44%和 0.35%。可控成本的控制上公司一如既往的优秀。

财务状况：短期负债下降，现金增加。公司库存同比下降 2%，存货周转天数下降 6～133.7 天，应收账款同比增长 23%，应收账款周转天数微增 1～14.1 天，主要是订单增加较多尚未收回。经营性现金流 14.5 亿元高于净利润，经营性活动现金流净额占收入比重保持 0.22 水平，销售商品收到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金占收入比重保持在 1 左右。总体资产结构较为健康。

订单和产能：订单饱满、产能扩张。目前公司面料和衬衫订单排期均满，接单顺利。国内新增的 1 000 万米色织布项目将于 2014 年投产，届时色织布总产能将增至约 1.94 亿米，对色织布销量提升构成拉动。同时公司对柬埔寨项目增资 1 200 万美元，设计产能 300 万件，计划 14 年三季度投产。这一系列的产能陆续投放，特别是低人工成本的海外产能的投放，有望成为驱动公司业绩的新增长动力。

3. 2014 年财报分析：

2014 年 1～9 月营收 45.74 亿元，同比-1.40%，净利润 7.1 亿元，同比+5.03%，扣非净利同比增长 7.58%。其中三季度单季营收同比下滑 10.27%，净利润同比下滑 7.53%。

第三季度净利润和营收的增速为何会下滑？事实上第三季度还是基本保持了上半年的盈利水平的，并没有低于预期多少。具体逻辑如下：

①净利润并无大幅波动。从环比二季度的数据看，第三季度的利润并无大幅的下滑。第三季度公司的毛利率为 30.4%，上一年度为 30.7%，基本持平；甚至营业成本相比较去年还出现了下滑（下滑约 6 500 万元）。从过去几年的数据看，公司的营收和净利润高峰在二季度和四季度，三季度利润占比不高。三季度利润增速放缓的主要原因是去年三季度的基数太高，2013 年前三季度同比 2012 年增长 63%。所以 2014 年三季度的增速下滑可以理解。

并且不难推测，2014 年第四季度的业绩同比增速也不会特别好看。因为 2013 年第四季度公司的毛利率达到了历史高峰（惊人的 34.56%），净利润也创下历史新高，在 2012 年第四季度基数很高的基础上继续增长 31%，ROE 也达到了惊人的 5.52%，特别是在长绒棉价格仍处下降通道的影响下，2014 年第四季度的业绩能保持环比持平已经是不错的成绩了。

②营收放缓源于单价的下滑。公司三季度订单饱和，2014 年 4 月还新增 1 000 万米色织布的产能，色织布销量同比小幅增加。公司的订单并未大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅下滑，营收放缓的主要原因是外国长绒棉价格下跌（上半年跌幅小，而三季度 7～8 月跌得更凶）导致的面料和衬衣成品价格的下跌。显然产品单价下跌的影响大于销售数量的增长，根据公司投资交流平台披露的信息，公司的销售额约有 10%以上的增速，从这一点考虑，公司的营收并无大幅放缓。

再说到棉价的问题，上面也已经解释过了，国内纺织企业盈利困难的主要原因就是国内棉价远高于国外棉价。而 2014 年开始，国内棉花价格跌得很厉害，跌幅超过了国外棉花价格的幅度（内外棉价收拢），所以在这样的情况下是利好优秀的出口型纺织企业的，因为优秀企业的产品单价会随着棉价而波动（有定价权）。所以，正是因为内外棉价的收拢，鲁泰 2014 年第三季度的营业成本出现了下降（这里需要注意，成本的降低并不是三费的影响，公司 2014 年三季度的三项费用还有小幅增长，因为 2014 年公司加强了研发投入，加强了设计和营销人员的培养，大力发展推广自营的新产品，销售费用和管理费用增加了 6 600 万元）。

在资产质量方面，公司的存货和应收账款周转天数较 2013 年同期基本持平，经营现金流同比增长 10%，资产质量一如既往的稳健。

在产能扩张方面，公司现有色织布产能 1.94 亿米，柬埔寨项目一期 300 万件衬衫加工产能已投产，衬衫加工产能增至 2 300 万件。10 万纱锭项目于 2014 年第四季度部分投产、2015 年第一季度完全投产，将助于降低 2015 年面料生产成本。柬埔寨、缅甸项目完全投产后公司衬衫年加工产能将增至 2 900 万件，较现有产能增加 26%。

或许有人会觉得鲁泰的这份财务报表低于预期，但你别奢望一个夕阳的纺织行业能持续保持 50%的增长，这不现实。公司 2013 年的高增长是建立在欧美经济复苏以及 2012 年低基数上的，2014 年高增长不可能持续。其实 2014 年前三季度鲁泰的营收和净利润增长都是在预期之内的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 好价格

（1）由于行业因素导致国内资金关注度非常低，同时由于国内资金的特殊偏好（喜欢炒作的偏好），国内基金没有出现在鲁泰的十大股东中，十大股东全部被外资占领（惠理旗下基金已过举牌线）。所以公司的估值长期无法提升，股价在 2012～2013 年长期萎靡，即便是 2013 年业绩反转后，鲁泰 A 股仍不受市场待见，鲁泰 B 股一度和 A 股平价，这是在 AB 股市场中极为罕见的个例（鲁泰 B 自 2008 年以来已经上涨 10 倍）。从这个角度看，鲁泰绝对属于冷门行业中的低估值公司，公司在 2012～2013 年长期处在"好价格"的标准中。

（2）鲁泰的回购和增持。2012～2013 年公司累计回购 B 股 4 883.73 万股，注销完成后提高每股收益 5%左右；鲁泰大股东鲁城集团在 2013～2014 年连续大手笔增持数次（最近一次在 9.9 元增持）。

（3）我于 2013 年年报公布后在 7 元附近重仓买入鲁泰 A 和 B（B 股相对 A 股非常便宜，事后涨幅确实超过 A 股，估值一度拉平 A 股），随后还经过陆续几次加仓。逻辑很好理解，2013 年报是一份宣告鲁泰彻底反转的年报。当然市场也很给面子，鲁泰在优秀的年报公布前后都有很多的机会上车。

5. 总结

让我们把鲁泰和彼得·林奇书中的沙漠之花的特征对比一下：

（1）公司处在一个几乎不增长的行业（但需求不能萎缩），行业竞争激烈。但对于优秀的沙漠之花公司而言，因为行业面临较少的竞争，而竞争者又不断被淘汰出局（供给端收缩），反而获得了巨大的优势。

评：鲁泰所处的行业是毫无疑问的低增长红海行业，低门槛、竞争激烈。但鲁泰凭借自身的优势，反而在这个夕阳行业中取得了巨大的优势，即便在低增速的行业中鲁泰也保持了长年的快速增长。

（2）公司能形成独占性的垄断优势。

评：鲁泰拥有优秀的管理层，在研发上投入巨资，在高端出口市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占据了 20%的份额，可以说具有垄断的优势。

（3）公司以低成本著称，管理层节约得像个吝啬鬼。

评：从成本（如三费）的控制上不难看出，公司管理层就是一个“吝啬鬼”。

（4）公司激励制度或待遇相当不错，高管或员工能够分享公司成长创造的财富。

评：鲁泰最近一次于 2011 年 4 月 9 日推出股权激励：向 356 名对象授予 1 440 万份股票期权，占总股本的 1.4474%。行权条件是以 2010 年净利润为基数，2011～2013 年各自比 2010 年净利润增长不低于 15%、20%、30%（净利润复合增速达到 9.14%），且净资产收益率不低于同行业上市公司平均水平的 2 倍，经营性现金流净额不小于当期净利润。毫无疑问公司做到了。

（5）公司尽量避免借债（低负债才有低成本）。

评：鲁泰的资产负债率远低于同行，现金流非常优秀，这一点毫无疑问。

（6）人们需要不断购买其产品的公司，公司有一个利基。

评：衣服人人要穿，纺织行业虽然增速慢，但需求几乎不会萎缩。

（7）公司的名字或主营业务听起来枯燥乏味，甚至可笑（比如名字非常奇怪的公司，或不面向消费者只用于生产过程中的公司，他们往往会被低估）。

评：鲁泰这个名字听起来是否枯燥对每个人来说感受都不同，不好回答。但公司的主营业务确实非常枯燥。

（8）机构几乎不持股，分析师不追踪。

评：鲁泰十大股东中国内基金已经全部消失，卖方研报越来越少，国内机构向来如此……

8.4.2 金宇集团：中国动物疫苗行业的龙头公司

（1）对于动物疫苗行业，普通的投资者常常有一些偏见，比如认为行业增速空间有限，行业没有太高的技术壁垒，疫苗行业没有太大的环保或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他政策使得供给端收缩，整个行业小规模企业遍地，毛利低下，竞争激烈。但事实上，这些都是偏见和谬论。

（2）好生意：我国养殖规模化程度和国外同行相比，有非常大的提升空间，动物疫苗行业的成长空间更大，土地流转后规模化养殖的趋势不可逆。传统低端的疫苗行业壁垒不高，但高端疫苗已经成为市场发展趋势，高端疫苗对技术的要求很高。

（3）好公司：金宇集团作为国内动物疫苗行业龙头，研发实力第一，悬浮培养技术算是国内最早产业化的，在纯化技术也是领先，其中抗原含量 146S 检测技术在高端口蹄疫市场苗发力。同时疫苗行业作为快消品，销售端渠道的建立显得非常重要，金宇集团基本以直销为主，对经销商依赖很小（想一想诺普信销售端改革的逻辑，他们的生意模式类似）。

（4）好价格：从行业增速以及公司的 PE 看，目前估值合理，从市值看，距离国际巨头硕腾（184 亿美元）有巨大的差距，虽然无法确定未来金宇集团市值究竟会做到多大，但显然现在已经错过了在安全边际买入的机会了。

1. 动物疫苗是一门好生意

（1）行业空间和增速问题

从行业属性角度很好理解，畜牧业的发展和动物疫苗行业的发展息息相关。

那么多年来，我国一直是畜牧业大国，但不是强国。一个重要原因就是动物疫情频繁发生，对畜牧业生产产生较大影响。而且近几年疫情爆发周期越来越短，前几年是三年大规模爆发一次，如今几乎每年一次。

数据显示，2012 年我国生猪出栏量达到 6.67 亿头，生猪存栏量为 4.44 亿头。肉牛每年出栏数约 5 000 万头，当前存栏量近 1.38 亿头；羊每年出栏数超过 2 亿头，2011 年年底存栏量近 2.8 亿只；家禽类（鸡、鸭等）出栏数超过 100 亿羽，此外还养殖了大量的蛋禽和超过 1 100 万头的奶牛。以产量最多的猪作为例子，我国目前生猪养殖规模化程度大约为 35%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（年出栏 500 头以上），出栏量 1 万头以上的生猪养殖场的出栏比例仅为 6.6%。

我国生猪的养殖规模化程度和国外同行相比，有非常大的提升空间，动物疫苗行业的成长空间更大，据行业协会统计，中国动物疫苗行业规模近年来出现快速扩大。21 世纪初期市场规模仅有 10 亿元，2012 年达到 70 亿元，年复合增速高达 16%，具体来看，猪用疫苗 2012 年销售额为 44 亿元，较 2008 年增长 120%，禽用疫苗受禽流感疫病影响 2012 年出现回落，但仍较 2008 年增长 70%。2011～2014 年行业的复合增速高达 25%以上，行业的成长速度惊人（数据来自行业研报）。同时，随着这届三中全会后，中央开始加大土地流转的力度，目的是进一步加快农业养殖种植的规模化，急需推动城镇化进程。在我国大量的畜禽存栏量的基础下，在规模化养殖持续提升的背景下，动物疫苗行业的大发展是毫无疑问的。

预计中国动物疫苗市场 2015 年规模将达到 150 亿元，但仍与国外成熟市场有差距，市场空间巨大。

就目前动物疫苗的行业集中度来说，龙头金宇集团市场占有率也不高。据统计，全国拥有 1 000 头二元母猪以上的中大型养殖企业有 5 000 家，而目前金宇集团仅覆盖了不足 1 000 家，拓展空间巨大，并且未来规模养殖企业还会继续增加，且已经覆盖的养殖企业中，市场苗普及率仍有提升空间。2013 年金宇集团、中农威特、天康生物三家企业猪口蹄疫市场苗实现收入 5.5 亿元，渗透率依然较低。猪口蹄疫市场苗规模至少在 20 亿元以上：母猪 5 000 万头，一年 2 次免疫，每次 2 头份，潜在需求 2 亿头份，千头以上猪场出栏占比 30%，按年出栏 7 亿头计算，潜在需求 2.1 亿头份，总需求 4.1 亿头份；按每头份 6 元计算，潜在规模 24.6 亿元。

（2）行业壁垒

动物疫苗没有行业壁垒这显然是对低质量的动物疫苗的理解，真正的高质量动物疫苗具有非常高的行业壁垒。

尽管当前大多数口蹄疫疫苗生产企业都在进行市场苗转型，但并非所有企业都可以生产出高品质疫苗，生产原理虽然简单但生产工艺复杂，且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要较高的生产管理水平、品控流程及强烈的责任意识，这也是国内疫苗品质长期难以比肩国际巨头的核心原因。目前整个中国的疫苗行业里，仅有约 25%的企业是拥有自主研发体系，大部分都是和研究单位合作或者与其他企业合作；仅有 6.38%的企业已建成研发部门，产业调研显示，若把口蹄疫疫苗当作简单的工业品、用抗原产能的供需去看待产业竞争格局将失之偏颇，预计相当多的无效产能将会被淘汰。

具体龙头企业在技术上的壁垒将在下一节好公司中详细阐述。

那么高质量的动物疫苗市场竞争力如何呢？

我国堆动物养殖业实施强制免疫疫苗制度。目前我国主要的强制免疫招标的疫苗有四种：口蹄疫、禽流感、猪蓝耳病和猪瘟。强免疫苗占整个生物制品市场的 68.47%，猪用强制免疫销售额为 25.88 亿元，禽用的为 12.69 亿元，牛羊用的为 3.97 亿元。其中猪用市场强免苗占到了整个猪用疫苗的 83.27%，禽用强免苗占据了禽用市场的 48.16%，禽用疫苗市场化程度较大。我国从 1958 年开始，基本上每个省都设有一个疫苗企业。20 世纪 90 年代之前有 32 家企业生产动物疫苗。20 世纪 90 年代之后，大量民营企业进来，产能急剧扩张。当前生物制药面临行业整合，行业中盈利 1 亿元以上的不超过 20 家，至少一半的企业仅处于盈亏平衡点，还有相当一部分企业处于亏损状态。行业低品质疫苗产能过剩，由于政府招标采购主要打价格战，造成大多数企业工作重心放在公关上，而非研发上，这使得生产企业的利润越来越薄，产品品质无法得到保障，规模化养殖户更是宁可自己花钱采购品质有保证的疫苗，也不愿用政府招标疫苗。因为高密度养殖，提高了禽畜的疫病传染概率，所以规模化程度越高的养殖越要求高质量的疫苗（近几年规模养殖户对高端苗需求旺盛，广东地区很多养殖户使用价格 10 元/头份的走私口蹄疫疫苗而放弃使用政府招标苗，金宇集团高品质的市场直销苗正是顺应了这种需求业绩才会爆发）。

事实也是如此，从动物疫苗龙头企业金宇集团的年报和券商的调研报告中显示，据养殖户反馈，金宇集团猪用口蹄疫二价苗获得了市场的广泛认可，许多大型生猪养殖企业均是金宇集团的大客户。金宇集团 2013

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年口蹄疫市场苗销售收入达2.6亿元，而2012年公司市场苗销售仅为1.2亿元！金宇集团口蹄疫市场苗销售的爆发增长，正是表明市场苗获得养殖户的认可。

（3）政策对供给端的影响

国家政策上也开始对动物疫苗行业的招标采购体制进行改革。2013年农业部曾发布通知，从2013年9月1日起，国家强制免疫应用口蹄疫疫苗将逐步执行新的疫苗质量标准。主要内容包括：新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份3PD50 提高到6PD50；新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过50EU。口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分为两个阶段实施，自2014年1月1日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果；2015年1 月1日起，总蛋白含量每mL疫苗不高于 500μg。此次农业部提高疫苗质量标准，表明未来政府招标苗市场竞争有望从“低质低价”竞争阶段进入“优质优价”阶段，未来不仅招标苗价格有望提升，更加速了行业的整合。

此外，一直以来困扰中国人的食品安全问题也将促使养殖企业疫病防治转向预防为主。

综上所述不难得出结论，动物疫苗行业的整合就是依靠自身技术和质量的优势不断地消灭或并购小企业。世界巨头硕腾就是依靠不断地并购和技术上的优势才能越做越大。公司从辉瑞的动物保健部门成立到独立于辉瑞成立硕腾（Zoties）动物保健公司，再到2013年2月成功登陆纽交所首次公开发行上市成功，硕腾经历了数十次的兼并重组。

2. 金宇集团是动物疫苗行业中的好公司

全资子公司内蒙古生物药品厂是内蒙古自治区唯一一家生产兽用生物制品和畜禽疫苗制品的企业，行业排名第二位，是农业部指定的三个牛羊猪特种疫苗生产基地之一，口蹄疫疫苗市场占有率曾达到全国第一。

首先来看看金宇集团在动物疫苗行业有哪些技术上的优势（核心竞争力资料来自2013公司年报，部分资料来自银河证券研报）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）工艺技术优势

①金宇集团率先攻克悬浮培养技术并应用于产业化生产。虽然悬浮培养技术早在20年前就提出，但国内动物疫苗企业没有研发实力，投入欲望不足，在技术产业化上几乎没有突破，而金宇集团在2009年投资3 000万与北京某动物疫苗技术企业合作利用悬浮培养技术共同进行口蹄疫疫苗实验，并取得成功，随后开始规模化生产并进入工艺改造。2010年完成了牛口蹄疫、猪口蹄疫疫苗的悬浮培养技术改造，悬浮培养疫苗通过农业部评审中心评审。2012年3月公司获批猪口蹄疫O型灭活疫苗和牛口蹄疫O型、亚洲Ⅰ型、A型三价灭活疫苗，是唯一一家获批生产猪、牛口蹄疫高端疫苗的企业。目前公司正在为口蹄疫行业制定标准，涉及的指标有有效抗原、纯化程度及检测技术目前正利用悬浮培养技术对猪蓝耳疫苗生产工艺进行改造。

PS.细胞悬浮培养是利用生物反应器大规模培养动物细胞生产生物制品的核心技术，结合筛选驯化的高表达细胞株和个性化细胞培养基，控制细胞培养过程，实现提高生产效率及产品质量、降低生产成本的目的，是当前国际上生物制品生产的主流模式。但该技术目前在国内尚未得到广泛应用，生物制品生产仍主要采用病毒产率低、生产成本高、劳动强度大的转瓶细胞培养方式。

②纯化技术领先优势。率先将纯化工艺应用于制药生产线，降低注射副反应。金宇集团在抗原浓缩纯化技术上取得突破，可将口蹄疫抗原纯度提高到50倍以上，内毒素降低80%，公司的纯化技术国内领先，保证了公司产品的效用，增强产品稳定性。

PS.蛋白质纯化技术是指从细胞中提取的蛋白质或从含有蛋白质的溶液中经过沉淀、梯度离心、盐析等方法得到的蛋白质经常含有杂质，要去除这些杂质，同时又要保持蛋白质的生物学活性。因为用以上方法获取的蛋白质常含有杂质，为了在保持蛋白质的生物学活性的同时，又去除这些杂质，就要根据不同的蛋白质制定出相应的策略，采用不同的方法。这就叫作蛋白质纯化技术。蛋白质的分离和提纯工作是一项艰巨而繁重的任务，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到目前为止，还没有一个单独的或一套现成的方法能把任何一种蛋白质从复杂的混合物中提取出来，但对任何一种蛋白质都有可能选择一套适当的分离提纯程序来获取高纯度的制品。

③抗原含量 146S 检测技术。金宇集团率先发明 146S 口蹄疫病毒含量检测技术并应用于大生产，可直接在养殖场对动物的染病轻重进行测验，然后提供与之病情对应的疫苗产品，使得公司配苗的时间提前了 4 个月。

（2）产品质量优势

①产品的有效抗原含量比转瓶工艺培养的抗原含量成倍提高，解决了我国口蹄疫苗存在的免疫实效短的问题。

②抗原纯化技术取得了突破，可以将口蹄疫抗原中蛋白、内毒素含量降低 90%，注射副反应明显降低。

③悬浮培养主要原材料血清的用量是原转瓶工艺用量的 1/5，不存在抗生素残留，同时悬浮培养较传统工艺可节省 50%的劳动力。

一则新闻：广东省动物疫病预防控制中心公布的 2013 年广东省 2013 年禽猪招标苗效价数据。其中，猪口蹄疫 O 型“高效苗”。抽查的内蒙古金宇集团等三家公司口蹄疫“高效苗”免疫效果差异明显。内蒙古金宇集团免疫效果较好，试验全期平均抗体合格率为 97.37%。按照二次免疫后 4 次平均抗体合格率进行综合评价：第一名内蒙古金宇集团，抗体合格率为 97.37%；第二名企业抗体合格率为 65%；第三名企业抗体合格率为 50%。

上述数据表明，过硬的产品品质是金宇集团过去 2 年口蹄疫市场苗实现高速增长的核心因素。

根据银河证券的一系列调研，养殖户普遍反映据金宇口蹄疫市场苗保护率达到 90%以上，远高于国内其他厂家，并且质量稳定。公司猪用口蹄疫销售收入高速增长的同时，牛用 A 型三价口蹄疫疫苗上市后，防疫效果获得养殖户认可，为公司业绩高增长锦上添花。2013 年新疆、内蒙古、东北等省份普遍出现 A 型牛口蹄疫情，而金宇牛 A 型三价口蹄疫苗效果在养殖户中反映最好，因此在 2014 年上半年无论是政府招标还是市场苗销售中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均大幅增长，一度出现销售断货的情况。公司近 3 年市场苗销售收入年均增长 100%以上也说明了公司的产品竞争力(2011 年销售收入仅 3 000 万元，2012 年销售 1.2 亿元，2013 年销售 2.4 亿元，预计 2014 年销售突破 5 亿元)。

（3）研发平台优势

2010 年，金宇集团荣膺 P3 国家高级别生物安全实验室建设资质，“兽用疫苗国家工程实验室”花落金宇集团。“兽用疫苗国家工程试验室”是行业也是全国唯一的实验室。“兽用疫苗国家工程试验室”的建设目标和任务是：围绕建立和完善动物防疫体系的需求，以动物常规疫病和人畜共患病的防治为重点，加快新型基因工程疫苗的研究和开发，解决悬浮培养、抗原纯化技术与浓缩等关键技术，同时加强新发疫苗的研究。

若疫情爆发，该实验室可直接在疫情现场采集毒株，然后培养抗体，再由公司制成动物疫苗出售。国内拥有采集毒株资质除几家科研单位外，金宇集团是唯一具有此资格的企业。中牧股份、天康生物若要生产该疫病的疫苗，需要从科研单位取得毒株，然后再产业化。金宇集团具有直接采集毒株资质，能够根据疫情情况迅速反应，相对竞争对手而言，更为领先。

金宇集团以兽用疫苗国家工程实验室、国家高级别生物安全实验室和国家认定的企业技术中心为动物疫苗行业研发制高点和技术创新平台，具备了重大疫病研发资质，直接接受国家下达的行业和产业重大攻关项目，加快了科研成果转化进度，极大地提升了公司研发地位和技术优势。公司率先研发成功牛双价疫苗、牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型、A 型三价灭活疫苗、猪口蹄疫 O 型基因工程疫苗。

未来 5 年公司依托行业全国唯一的实验室“兽用疫苗国家工程试验室”及“P3 国家生物安全实验室”，着力研究开发猪口蹄疫病毒基因重组等 7 种人畜共患病的基因工程疫苗、新城疫分子标记等 5 种常规疫苗的基因工程疫苗，不断丰富高端疫苗产品线。未来公司主要利用悬浮培养、纯化及检测技术优势，开发高端布鲁氏杆菌疫苗、禽流感疫苗市场，重在提升品质，避免与其他企业进行价格战。公司疫苗品种多元化战略对公司未来的发展意义十分重大，为公司业绩高增长奠定良好的产品线基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这几年金宇集团加大了研发投入，每一个季度都在增加研发投入比例，根据 2013 年年报显示，公司研发投入为 2 635 万元，同比增长 38.65%，占比营收为 3.93%，根据 2014 年中报显示，公司研发投入为 1 834 万元，同比增长 73.7%。

对比巨头硕腾，其拥有领先的动物卫生研发技术，2004～2011 年，公司所有动物保健药品大概有 1/4 是由 FDA 批准，大约 1/5 的动物健康疫苗生产许可由美国农业部授予。硕腾拥有独立的世界领先技术研究中心，2009～2012 年研发投入分别占当年营业收入的 13.33%、11.47%、10.09%和 9.43%。显然金宇集团在研发投入和研发水平上远落后于世界第一巨头公司，但这也是动力。

（4）销售模式创新

疫苗行业作为快消品，销售端渠道的建立显得非常重要，金宇集团基本以直销为主，对经销商依赖很小。

再对比行业巨头硕腾的商业模式，硕腾非常注重直接销售，不依赖经销商。公司的销售部门有大约 3 400 名员工，直接管理着 70 个国家，是公司最大的部门。公司的销售部门有专业的技术和兽医专家支持，能为客户提供深度的技术和医药方面的指导。硕腾的客户关系和品牌影响力使公司能够迅速地积累资本，并为搭建更好的研发平台，扩大规模提供有利条件。

金宇 2012 年引入市场化营销模式，组建专家型营销团队，新组建猪、牛口蹄疫疫苗、禽苗专业销售队伍，根据产品特性及市场需求，逐步拓展点对点的直销渠道。公司还重视产品售后的技术服务工作，培育终端营销渠道与忠实客户。让技术领先优势和产品品质优势转化为市场优势、竞争优势和发展优势。做好营销策划，加强品牌建设。

目前公司销售队伍分为三个部门，销售部、服务部、客户关联部，共 70 人，其中技术服务部 20 人（主要集中到总部，定时去各销售区域讲课，进行客户培训）。2012 年在 2011 年的基础上（仅有广东、广西、福建和北京三元等部分养殖场），成功开拓了河南、山东、湖北、浙江、上海及江苏、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

京津、河北、湖南、四川、陕西、安徽等新市场。同时，广东、广西、福建市场进一步扩大。目前全国 56 家生猪核心育种场之中的 28 家采购金宇集团的高端口蹄疫直销苗。

未来渠道更加多元化。公司利用国际兽药巨头开拓新兴市场的强烈诉求，与海外巨头合资或合作成立公司，利用国外生产工艺生产更优质疫苗。根据国外巨头硕腾的走过的路，产业的并购整合也是公司拓展渠道的主要方向之一。

（5）一些担忧

①市场担忧仅仅依赖于口蹄疫市场苗这单一产品，不能支撑公司 100 亿元的市值，所以公司的估值一直非常便宜。但本质上，口蹄疫市场苗带给兽用疫苗行业的冲击类似当年先玉 335 对中国玉米种业的冲击，“产品创新”“价值营销”带来玉米种子行业价值实现一次巨大的飞跃。口蹄疫市场苗成功的意义在于：a.疫病防控效果显著提升，养殖行业效率提升；b.企业盈利能力提升，将更多资本投入生产工艺改造上；c.用市场手段解决疫病防控问题得到政府认可。2015 年，国内猪瘟和高致病蓝耳有望取消政府招标，高品质市场苗将迎来再次爆发增长的机遇。

在中国规模养殖提升的背景下，规模养殖企业对高品质疫苗产品需求出现爆发式增长，行业规模增长快慢取决于高品质疫苗的推出进度以及技术服务的支持力度，需求不是问题，行业规模增长仍有很大空间。

②未来将有 5 家企业陆续推出口蹄疫市场苗，金宇集团高速成长的核心产品面临竞争，但还是那句话：产品质量决定市场竞争力。口蹄疫苗生产原理简单，但生产工艺复杂，需要较高的生产管理水平，不同企业的产品会有显著的品质差异，口蹄疫市场苗竞争并非传统的同质化的工业品竞争，产品品质和免疫效果决定了未来的销售价格和市场份额。以猪圆环病毒疫苗推广为例，目前国内猪圆环病毒疫苗总体规模约为 8 亿元，其中勃林格市场份额占据半壁江山，其圆环病毒疫苗市场售价高达 30 元/头份，国内其他十余家企业价格在 5～10 元不等，价格和市场份额的差距主要取决于产品的品质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（6）财报解读

①2013年年报：2013年公司实现营业收入6.71亿元，同比增长20.6%；归属上市公司股东净利润2.51亿元，同比增长92.3%，扣除非经常性损益后净利润1.89亿元，同比增长51.7%。

公司营业收入较2012年增长20.6%，主要是由于公司控股子公司金宇保灵生物药品有限公司销售收入大幅增加。报告期内公司生物制药收入较去年增长45.3%，主要是因为直销苗销售取得较大突破。这一年，保灵公司通过了国家级高新技术企业、国家企业技术中心复审，荣获了工信部、财政部表彰的国家技术创新示范企业。保灵公司加快技术改造步伐，当年完成口蹄疫生产线的两次扩产任务，突破产能瓶颈，实现产量翻番；与法国诗华动物保健公司签订《技术及商标许可协议》，实现国内布鲁氏杆菌疫苗生产工艺技术升级，使产品质量达到国际标准；牛三价口蹄疫疫苗获得新兽药证书和正式生产文号，推动行业实行抗原含量、杂蛋白含量及抗原杂蛋白检测标准；拓展直销渠道建设，针对规模化、集约化养殖场提供专业服务，提升营销价值，巩固原有忠诚客户，扩大营销网络，增强盈利能力；新建四条生产线已通过农业部GMP动态验收，新城疫等新型疫苗的研发及产业化进展顺利；公司积极进行新产品的研发与引进，由保灵公司直接购买诗华公司牛羊布鲁氏杆菌疫苗生产技术及商标许可权，全权负责在中国生产和销售。

公司剥离房地产业务后彻底转型为专业兽用生物制药生产商。金宇房地产剥离后将回收近7亿元的现金，公司这部分资金主要用来扩大产能，特别是加大高端疫苗的产能及新品布鲁氏杆菌疫苗、禽流感疫苗等的生产。公司目前正在研发的布鲁氏杆菌是人畜共患病种，主要在牛羊上易爆发病情。公司计划与法国一家企业共同研发生产该疫苗，因其为活苗，故国家禁止进口。该品种是未来公司的重点新品种，布鲁氏杆菌疫苗所面对的免疫对象除了牛羊外还有人，未来市场空间可见一斑。

公司生物制药业主营收入占比达93.84%，而2010年仅为46.14%。2013年公司生物制药收入同比增长45%，达到6.3亿元。2013年公司的引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爆单品口蹄疫市场苗表现出色，增速超过了100%，带动总体毛利率提升3.3个百分点至70.6%，其中4季度毛利率89.3%，同比提升21.5个百分点，主要由于市场苗销售比重提高。

2013年公司先后完成10*1000升反应器改造项目和4*5000升反应器改造项目；公司口蹄疫疫苗抗原产能从前期的8亿微克增至15亿～18亿微克。2014年公司新增口蹄疫产能将逐步释放，以应对前期公司口蹄疫疫苗供不应求局面。

此外，2014年一季度实现疫苗收入3.36亿元，同比增长112%，归属于上市公司股东的净利润1.37亿元，同比去年疫苗业务净利润增200%以上。大超市场预期。

②2014年中报：上半年公司实现营业收入5.05亿元，同比增长67%；扣非后净利润2.12亿元，同比增长144%。二季度实现营业收入1.68亿，净利润7 587万元，净利润同比增长68%；增速低于一季度扣非后的231%。

整体疫苗产品毛利率保持在72%左右。上半年公司疫苗收入约4.88亿元，其中预计招标苗收入约2.6亿元，市场苗收入约2.12亿元。猪口蹄疫招标苗方面，2014年猪口蹄疫O型灭活疫苗春防招标价格同比小幅提升5%。预计农业部新规推动下，招采苗价格将稳中有升。猪口蹄疫市场苗方面，由于今年A型口蹄疫发病较为严重，各地加强了对A型口蹄疫苗的招标；公司的0-A-亚洲I型口蹄疫苗推动公司上半年口蹄疫招标苗销量超过2.6亿元；同比增长50%以上。作为口蹄疫疫苗的龙头企业，公司在2012年已经开始涉足市场苗业务，在2012年市场苗销售1亿元，2013年达到2亿元规模，今年上半年公司实现市场苗收入近2亿元，同比增速接近翻倍，呈一骑绝尘之势（测算2013年金宇集团、天康、中农威特等市场苗销售额约4亿元，折算市场渗透率仅15%，行业蓝海特征仍然显著。凭借显著的产品工艺优势、日益完善的销售服务体系，公司口蹄疫市场苗增长潜力较大）。

从上半年各地区的招标情况来看，口蹄疫招标苗普遍涨幅在10%以上，牛三价苗等疫苗的单价基本超过0.66元/ml。而市场苗方面，公司今年采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三价苗代替之前的二价苗，提高了口蹄疫市场苗的单价，对整体毛利也有较大的促进作用。而管理费用率与销售费用率的大幅下降也进一步助推净利率提升。

公司开创了直达养殖场的点对点营销，突破了原有口蹄疫疫苗主要通过政府招标、相互比价的竞争困局，驱动口蹄疫疫苗业务新的增长模式。公司在直销苗业务拓展上保持了先发优势。

③未来产品催化剂：

- 公司加大了研发投入，充分发挥自身研发优势，通过与科研院所合作，加快新产品的研发进程，产品梯队料将逐步完善，圆环、BVD+IBR 二联疫苗等新品落地概率较大。猪圆环疫苗已成为非强免疫苗中需求较大的品种，市场规模约为 15 亿元，公司通过与武汉中博采取技术合作，圆环疫苗产品目前已进入终试环节，有望于 2015 年落地，保守预计后续 2～3 年有望实现 1.5 亿元收入。另外，公司牛病毒性腹泻（BVD）和牛传染性鼻气管炎（IBR）二联苗也将结束临床阶段，同样有望在 2015 年下半年上市销售。BVD 和 IBR 病会导致奶牛产奶量大幅下降 50%以上，养殖场需求极大，但苦于进口苗定价过高，养殖户使用率较低。
- 2014 年农业部预算中加大了布病等重点人畜共患病防控投入力度。而布鲁氏菌病疫苗等新增产品必然会给公司带来新的业绩驱动力，推动公司未来业绩持续增长。
- 2013 年 6 月，公司与法国诗华公司签订合作备忘录，决定斥资 9 000 万元研发、生产布鲁菌病等反刍动物疫苗，开启了金宇集团的“国际化”序幕，通过与国际动物卫生组织和国际知名疫苗企业合作，引进国际先进的管理模式、生产技术、先进设备和生产工艺，为走市场化、国际化道路，做国际型企业奠定坚实基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

④可比上市公司为瑞普生物和中牧股份

- 瑞普生物 2013 年的几个财务数据为：营收 7.55 亿元（同比增长 15%），净利润 1.52 亿元（同比增长 5.47%），毛利率 59.35%，ROE 9.79%，2014 年中报业绩大幅倒退，营收下滑 21.77%，净利润下滑 55.1%。这业绩对比金宇集团，真是没法看。具体的分析就不写了。根据我长期对瑞普生物的跟踪（之前一直在股票池中）以及对近两期研报的阅读，我认为瑞普生物竞争力远弱于金宇集团，甚至不如中牧股份，在估值上也不具有优势。

- 中牧股份 2013 年的几个财务数据为：营收 36.4 亿元（同比增长 17%），净利润 2.36 亿元，原地踏步。毛利率 24.3%，ROE 10.9%，2014 年中营收增速放缓只增长 6.3%，利润倒退，下滑 14%，中牧股份中报业绩下滑主要是三费支出大增所致（也可以说国企在销售费用和管理费用上的控制远不如民企）。中牧股份的优势是在国家疫苗招标这一块，公司是具有国资背景的动物疫苗龙头企业。公司拥有上百个动物疫苗生产批文，疫苗产品丰富，主要产品均为国家强制免疫品种，产品优势明显。

3. 好价格

如何给金宇集团估值这是一个很大的问题。我觉得 PEG、PE 等传统的估值方式都不是很合理。原因有以下两点。

第一，动物疫苗行业呈现一定的周期性，从金宇集团或其他同行业上市公司 2008～2013 年这些年的营收净利润不难看出，行业总是起起伏伏。

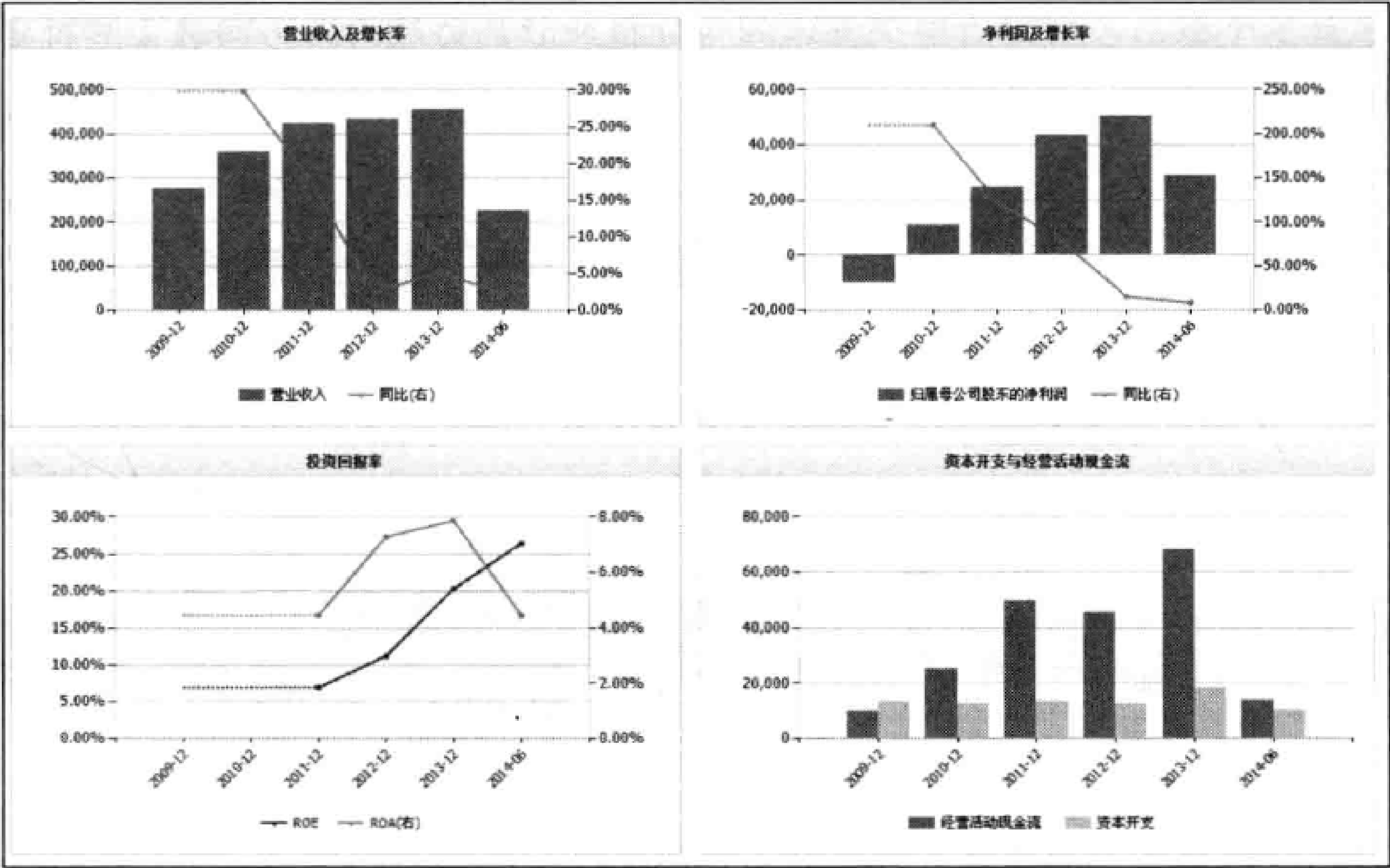
第二，2013 年开始年公司经营上出现大拐点，上游口蹄疫的需求大增，公司剥离地产专心研发后技术的进步，营销模式的改革，国家政策的支持等等条件导致金宇集团旗下的生物制药疫苗大卖。对于拐点股显然不能用传统的估值模式。

如果不考虑短期业绩的波动，从长期看好的逻辑出发，我认为通过比较成熟市场一些行业巨头走过的路，比较他们当时的市场占有率和市值，从而对估值上限和安全边际做一个大致的确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本来以硕腾（NYSE:ZTS）在早期的估值做对比是比较理想的（现在硕腾不论是市场占有率还是研发投入等各方面都和金宇集团不在一个体量之上），但无奈 ZTS 直到 2013 年 2 月才登陆纽交所，之前公司发展的经历我没有找到具体量化的数字。目前硕腾坐拥超过 300 种不同的产品系列，并且在全球 120 个国家展开业务，2013 年年底营收为 45.6 亿美元，其中约 2/3 来自于农场动物产品。

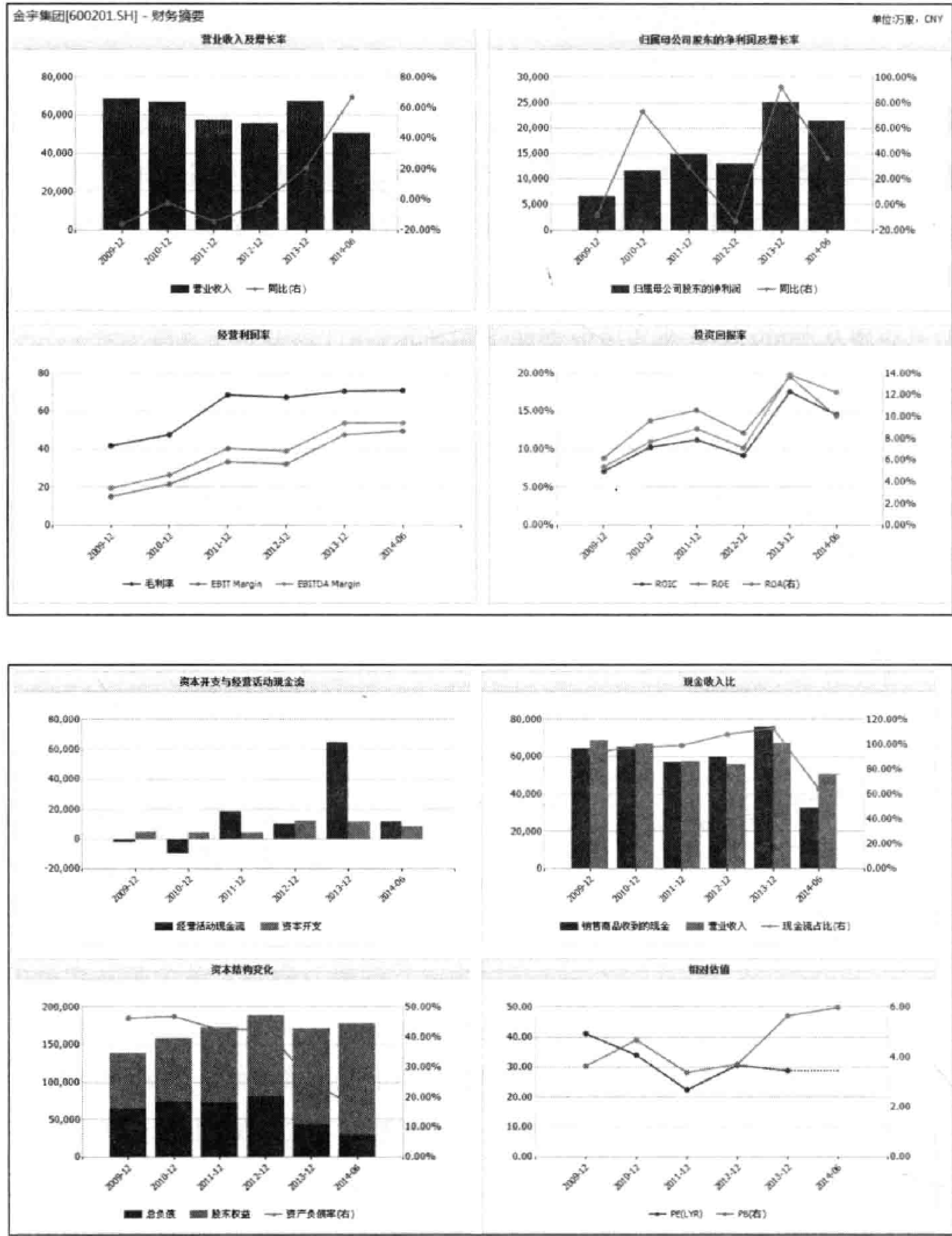
硕腾从 2009 年至今各项数据如下图所示。



2009～2010 年硕腾处在高速成长期，公司营收增速高达 30%，净利润数倍增长（2009 年之前更高），但从 2011 年开始显著放缓，公司的净利润增长也在放缓，不过增速仍大幅领先于营收增速，主要原因是伴随着技术的成熟研发投入开始大幅缩减，市场占有率稳定，销售渠道的建立完成后成本大幅缩减。

金宇集团 2009 年以来的各项数据如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目前硕腾总市值为 183.8 亿美元，市盈率 TTM 为 35 倍左右，而金宇集团市值刚好站上 100 亿元关口（2014 年年底），硕腾的总市值大约是金宇集团的 10 倍多，收入是金宇集团的 30 倍，净利润也有 9 倍多，从盈利对比市值的角度看，金宇集团的估值并不是很高。此外，金宇集团的口蹄疫疫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苗的市占率约为 30%，因为缺少数据，我现在没办法从成熟市场的公司市场占有率角度去估值。而从行业发展的增速来考虑，中国动物疫苗行业未来 5 年保持 25%增速，我假设金宇集团的营收跑平行业，净利润能保持 30%增速。按照保守的预测，2014 年公司 PE 为 34 倍（对应 2014 年 12 月的 34 元股价），2015 和 2016 年的 PE 分别为 27 和 20 倍，从市盈率角度也并不贵。

遗憾的是，我第一次发现金宇集团的时候是在 2013 年年初的业绩爆发前夜，当时就是因为文章一开始我说的种种偏见，我放弃了研究。而现在股价创了新高，我依然没有任何持仓，因为我不明白现在买入是不是有足够的安全边际。所以，现在回头想想，2013 年年初不到 15 元的股价和 40 多亿元的市值是多么高的安全边际啊……

总结：相比较鲁泰，金宇集团并不是完全符合沙漠之花公司的特征，它也拥有部分隐形冠军企业的特征。正如前面所说，沙漠之花公司的标准和隐形冠军颇为相似，沙漠之花公司基本是行业冠军（隐形或显形）。这里就不对公司和选择标准进行比较了，大家可以自己尝试着对比。

附录：个人“三好”公司投资语录

（1）当媒体和投资大众普遍认为某个行业已经从不景气恶化到非常不景气的时候，大胆买入这个行业中竞争力最强的公司的股票（非淘汰的行业，如自行车），会让你赚钱。这是困境反转类型的投资，也是典型的逆向投资。——彼得·林奇

（2）论市场处于何种情况，如果投资者都坚守以企业经营为衡量标准的“商业价值”，那么在牛市中跑输市场是大概率事件。毕竟没有线的风筝（无法证伪、没有估值基准的企业）在大风中，会飞的更高，当然风停了，没有线的风筝自然会坠落。

（3）市场的大部分投资者（特别是有些分析能力的学院派）在面对一个当下财务数据不好看，企业基本面堪忧（比如公司的品牌刚开始推广，体验较差），并且短期因为炒作而大涨的时候，往往会认为是市场错了，然后坚定地认为自己作为一个理性投资者是不屑参与的。再过几年股价翻了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几倍之后，此时才发现公司基本面已经完全不同了，公司从一个小企业、概念股成了一个优质蓝筹股，于是充满信心高喊价值投资后在高位买入。所以，投资最难的地方不是搞懂已经存在的事实，而是比谁看得更远，更准。这一点在任何股票都适用。

（4）一般的投资者对价格太关注，而对价值又太漠视。实际上，股价下跌了，并不意味着公司做得很差，同样的，股价上升了，也并不意味着公司做得很好。然而一般人却无法抗拒价格的诱惑，价值永远在那里不增不减，只有心中具有强烈的价值感，才能抵抗恐惧的情绪。

（5）很多人是赚钱论的坚实拥护者，认为赚钱是硬道理，可我一直认为用错误的方法赚钱远不如用正确的方式亏钱，前者迟早会亏钱，后者迟早会赚钱。理念都错了，把股市当赌场，现在赚到钱又怎么样呢？当然也有那些在赌场里面总赢钱的人们，我称之为幸存者，但他们的言论多是幸存者偏差。你觉得一个靠中头彩发家的人给你说发家致富的道理靠谱吗？

（6）当一个公司足够优秀的时候，你不需要操心太多，因为它自己会照顾好自己的，你需要的只是一点耐心；当一只股票足够便宜的时候，你也不需要操心太多，因为市场总会照顾好它的，你需要的还是一点耐心。当一只股票没那么优秀或没那么便宜时，你再操心也没用，你需要的不是耐心而是更明智的选择。

（7）投资中我们常常在“睡得安稳”和“活的精彩”中做选择。前者的思维重点是“风险”，后者的关注核心是“机会”；前者最担心的是“做错”，后者最害怕的是“错过”；前者“把时间当朋友”，后者“与时间竞赛”。至于选择什么？每个人的世界观都不同，有的人喜欢乌龟，有的人认为一万年太久只争朝夕。

（8）投资是一场马拉松，有捷径固然最好，但千万不要为了寻找捷径而迷失方向，要知道即便你这次偶然找到了捷径，下一次还要花多少时间去寻找呢？暂时领先和走到终点哪个更重要？可惜多数人只会一边寻找着捷径一边嘲笑着走正路的傻子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（9）常年不及格的差生想要通过短期的努力突然变成好学生，这种概率很低。所以投资拐点股或爆发性成长的股要特别小心，因为成功的概率很小，一定要分散投资（彼得·林奇曾说过为何要适当分散的问题，因为组合中有 1 个十倍股，就足够带来很高的回报了）。也因为成功的概率很低，所以对大多数人来说，能找到常年考 95 分的公司才是正道，特别是当大家都拼命在考 20 分的“差生”堆里进行投资，而放弃年年考 95～100 分好学生的时候，更是如此，这时候需要买入那些因为偏见而被市场抛弃出现罕见投资价值的“好学生”股票。

10. 处在冷门行业或困境中的一些优秀的公司可能会因为名字晦涩难懂、业务枯燥厌恶、被谣言包围、被黑天鹅重伤等因素使得机构不愿意持股、分析师不愿意追踪。不过也正是因为市场出现的种种偏见，才导致这些优秀的公司能有非常低的估值，出现及其罕见的绝佳的投资机会，所以，不难理解“好价格”总会在沙漠之花、隐形冠军、拐点公司这 3 种类型的公司中出现，抓住这类行业中符合好生意好公司的股票，就抓住真正的高成长股，这也是彼得·林奇寻找 Tenbaggers（10 倍股）的神髓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 09

“三好”公司的其他代表

本章前面曾提到过，拐点公司、隐形冠军、沙漠之花这三个特征下的公司更容易满足“三好”条件，所以我详细地介绍了这三个特征。但这并不是说除此之外就很难有满足“三好”条件的股票，只是其他的三好股票分布非常散乱，很难用统一的“模式”去归纳和划分（传统三大热门行业医药、消费、TMT中三好股票的分布多一些）。所以，接下来我会选择几个具有代表性的个股做思路上的分析，而不给出固定的“模式和定义”。本来投资就是一门艺术，“三好”股票并不是拘泥于某种属性、某个行业、某个形态，重要的还是在于理解，只有理解才能举一反三。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.1 诺普信

诺普信这个案例对于“好生意、好公司、好价格”的条件来说，非常具有代表性：首先最开始关注和投资是因为其拐点属性。第一次关注这个公司是在 2013 年元旦（2012 年年报还未公布），当时公司刚刚宣布出手回购股份，这引发了我的兴趣。研究后发现公司虽然 2012 年业绩非常“难看”，但公司的经营恰好处在拐点前夕，所以管理层才会在“难看”的业绩下出手回购，“好价格”属性是最早出现的。而后通过进一步研究会发现，诺普信虽然处在一个低增速的行业中，但凭借优秀的管理层公司保持了高成长，符合沙漠之花公司的条件，同时公司不仅已经成为国内行业龙头，国外市场也拓展顺利，发展迅速，未来具有隐形冠军公司的潜质。属于“好生意、好公司”无误。具体分析如下。

9.1.1 好生意之农药现状与格局

1. 农药行业在中国的发展现状

我国是世界农药产量第一大国，但我国农药企业和跨国巨头公司专注研发新品不同，我们的产品主要是专利过期的仿制药为主，同一种产品经常有几十家企业共同生产竞争。2013 年的数据显示，全国共有 2000 多家规模以上的农药原料和制剂生产企业，但前十大企业的市场占有率仅有 10%，远低于国外农药行业的龙头占比（先正达、拜耳、巴斯夫等六大企业占据全球农药市场 78%的份额）。我国农药行业污染严重，国家曾多次发文，毒农药生产企业将逐步退出历史舞台。

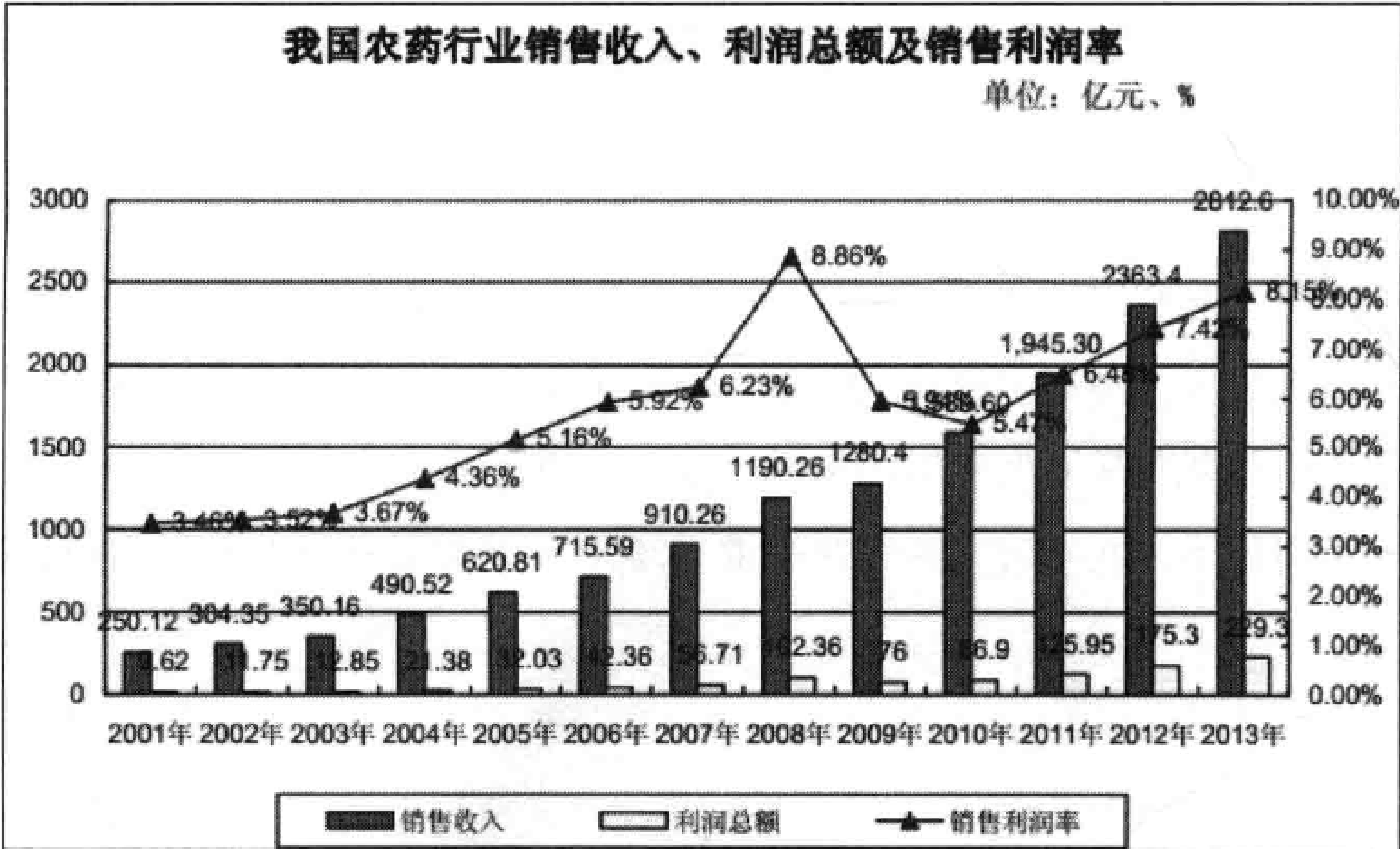
下面所示为我国的农药行业产量（2006 年来世界第一）和进出口数据变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根据上图中显示可以推算农药近几年并不算一个高增长的行业，2009～2013 年这 5 年来符合增长率 10%多一些（高于粮食产量增速，因为出口的比例在增加）。不过行业的销售增速大于产量，2009～2013 年 5 年的复合增速为 18.8%（见下图），总的来说也不算是一个增速特别低的行业，行业整体保持 10%～20%的增速是可以持续的，因为粮食的需求一直在增长。

下图所示为我国农药行业的销售收入、利润、利润率变化趋势图。



2. 行业的格局

在农药行业这种红海竞争行业中，不能扩大市场份额就意味着几乎没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有成长性，那么诺普信的行业地位如何呢？下图所示为 2013、2014 年全国农药和农药制剂行业市场排名情况。

2014中国农药行业销售百强榜单

排名	省份	企业名称	2013销售额（亿元）
1	浙江	浙江新安化工集团股份有限公司	35.54
2	浙江	浙江金帆达生化股份有限公司	35.40
3	北京	北京颖泰嘉和科技股份有限公司	35.30
4	四川	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	30.33
5	江苏	江苏扬农化工股份有限公司	30.05
6	江苏	南京红太阳股份有限公司	29.85
7	湖北	湖北沙隆达股份有限公司	28.74
8	山东	山东潍坊润丰化工有限公司	27.72
9	山东	山东滨农科技有限公司	23.58
10	江苏	江苏联化科技有限公司	22.16
11	江苏	南通江山农药化工股份有限公司	21.73
12	江苏	江苏辉丰农化股份有限公司	20.67
13	江苏	江苏常隆农化有限公司	20.48
14	浙江	拜耳作物科学（中国）有限公司	17.68
15	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	17.27

2014中国农药行业制剂30强榜单

排名	省份	企业名称	2013销售额（亿元）
1	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	17.27
2	江苏	江苏龙灯化学有限公司	10.92
3	江苏	先正达（苏州）作物保护有限公司	10.25
4	广西	广西田园生化股份有限公司	10.17
5	广东	广东中迅农科股份有限公司	5.95
6	北京	北京燕化永乐农药有限公司	4.69
7	江苏	苏州富美实植物保护剂有限公司	4.53
8	江西	江西正邦生物化工股份有限公司	4.41
9	陕西	陕西上格之路生物科学有限公司	3.63
10	浙江	浙江威尔达化工有限公司	3.51

2013中国农药行业百强榜单

序号	省份	企业名称	2012销售额（亿元）
1	北京	北京颖泰嘉和科技股份有限公司	30.3
2	浙江	浙江新安化工集团股份有限公司	28.3
3	江苏	南京红太阳股份有限公司	27.3
4	江苏	扬农化工股份有限公司	21.9
5	浙江	浙江金帆达生化股份有限公司	21.4
6	山东	山东滨农科技有限公司	21.0
7	山东	山东潍坊润丰化工有限公司	20.4
8	四川	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	18.6
9	江苏	江苏联化科技有限公司	18.1
10	江苏	南通江山农药化工股份有限公司	17.6
11	江苏	江苏辉丰农化股份有限公司	16.4
12	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	15.9
13	江苏	江苏常隆农化有限公司	15.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2013中国农药行业制剂30强榜单

序号	省份	企业名称	2012制剂销售额（亿元）
1	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	15.9
2	江苏	江苏龙灯化学有限公司	10.7
3	广西	广西田园生化股份有限公司	8.7
4	江苏	先正达（苏州）作物保护有限公司	8.7
5	广东	广东中迅农科股份有限公司	5.4
6	江西	江西正邦生物化工股份有限公司	4.5
7	江苏	苏州富美实植物保护剂有限公司	3.5
8	北京	北京燕化永乐农药有限公司	3.4
9	陕西	陕西恒田化工有限公司	3.4
10	陕西	陕西上格之路生物科学有限公司	3.1

表 1：2012 中国农药行业百强榜单

序号	省份	企业名称	2011 销售额（亿元）
1	浙江	浙江新安化工集团股份有限公司	21.4
2	江苏	江苏扬农化工股份有限公司	18.5
3	湖北	湖北沙隆达股份有限公司	17
4	浙江	浙江金帆达生化股份有限公司	16.4
5	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	15.3
6	山东	山东滨农科技有限公司	15.2
7	江苏	南通江山农药化工股份有限公司	14.9
8	江苏	江苏联化科技股份有限公司	13.2
9	江苏	南京红太阳股份有限公司	12.8
10	浙江	拜耳作物科学（中国）有限公司	12.7
11	山东	山东潍坊润丰化工有限公司	12.3
12	江苏	江苏克胜集团股份有限公司	11.6
13	山东	山东侨昌化学有限公司	11.3
14	江苏	江苏常隆农化有限公司	11.2

表 2：2012 中国农药行业制剂 30 强榜单

序号	省份	企业名称	2011 制剂销售额（亿元）
1	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	15.3
2	江苏	江苏龙灯化学有限公司	8.1
3	江苏	先正达（苏州）作物保护有限	7.7
4	广东	广东中迅农科股份有限公司	5.3
5	广西	广西田园生化股份有限公司	4.8
6	江西	江西正邦生物化工股份有限公司	4.1
7	江苏	苏州富美实植物保护剂有限公司	3.2
8	陕西	陕西上格之路生物科学有限公司	2.5
9	江苏	江苏东宝农药化工有限公司	2.1

通过以上图中的数据可以注意到诺普信的总体排名在快速下滑，是不是这就意味着诺普信也不符合好生意的标准了呢？非也。首先，诺普信在 2011 年开始转型，所以 2012 年的营收止步不前，这才导致公司没能继续提升市场地位，但这并不意味着市场份额的萎缩，毕竟前 10 强的农药公司扩张速度更快。公司在 2013 年后终于度过了转型期，营收开始恢复，市场地位开始提升，特别是在 2014 年，营收大幅增长，相信 2014 年的统计数据会更可观。其次，如果考虑收购常隆农化的话，诺普信的总排名并未下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，在制剂行业中，诺普信仍然保持老大的地位，虽然从前十个厂商来看，公司的地位并没有进一步扩大（2011 年年底公司在前十的占有率为 28.8%，2013 年年底为 23%），还是 2012 年的渠道转型使公司掉队太多，我相信随着 2014 年的高成长，公司的市占有率会大幅提升。

3. 行业未来发展空间

截至 2013 年年底，全国农村土地流转面积达 3.4 亿亩，土地流转比例达到 26%，是 2008 年年底的 3.1 倍。目前，经营面积在 100 亩以上的专业大户、农村农场超过 270 万户。农村土地流转对我国长期以家庭为生产单位、分散经营、手工作业的农业生产模式产生根本变革。生产种植的集约化，大规模的农场对农药的采购会更加专业化。规模化经营后的业主对于农药品牌和药效会更加重视，有利于健全农药行业市场秩序。以往生产不规范的小厂，会逐渐被淘汰。

相比国外成熟市场，国内制剂龙头份额仍有很大的空间。国外巨头 MAI 和 Nufarm 年收入达到 20 亿～30 亿美元，是国内龙头企业诺普信 2013 年收入的 10 倍左右。观察国外农药制剂龙头的增长，发现了他们成长的普遍规律：①行业准入标准很高导致行业集中度提升；②收购本土农药经销商扩展下游；③代理销售跨国农药巨头的产品以最大化渠道的规模效益。

近几年诺普信不断地收购以及与国外巨头企业的合作逐步开展也表明了公司正走在正确的发展方向（具体下面将详细阐述）。

4. 无毒化农药是好生意

工信部、环保部曾在 2012 年发布《有毒有害原料（产品）替代品目录》中说道：在农药乳油加工环节，用白油、松脂基油溶剂替代甲苯、二甲苯溶剂（诺普信的控股子公司福建诺德是松脂基油的垄断供应商和行业标准制定者）。此外，农业部与国家卫生计生委联合发布食品安全国家标准《食品中农药最大残留限量》。该新标准将于 2014 年 8 月 1 日起开始施行，新标准比之前标准更严谨、更严格，与国际标准接轨。未来对于农药的政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只会越来越严。

无毒化农药是未来的趋势，而诺普信的英文就是 NoPoison，公司是国内无毒农药的领军者。

5. 快消品属性

什么样的快消品是好生意？那就是以技术、配方等作为壁垒，不用持续打价格战的快消品。而农药行业作为有准入有技术门槛的快消品，显然是一门极好的生意。对于成功的农药企业来说，产品的质量、品牌和渠道同等重要（诺普信在渠道和品牌的建设方面遥遥领先）。

6. 全产业链是好生意

农药企业一般可分为创新型原药企业、仿制型原药企业、制剂加工型企业、下游经销商。

创制型原药企业主要从事新农药有效成分的创制并拥有专利，形成“知识产权农药—丰厚利润—巨额的开发投入—新的知识产权农药”的良性循环，能否持续开发出新品种决定了企业的竞争力；以仿制为主的农药原药生产企业主要生产专利期满的农药，其客户主要是农药制剂加工企业。国内几乎没有创新型原药企业，主要都是仿制药，而仿制原药一直是一个强周期行业，业绩波动非常剧烈，长期来看并不是特别好的生意。

农药制剂加工企业主要通过购买农药原药进行复配加工，产品面向的是终端用户。制剂行业虽然面向消费终端有快消品的属性，但因为成本受制于上游原药的价格，同时下游渠道又依赖经销商几乎没有自主定价权。所以作为中游企业往往无法完全转嫁成本，日子也过得并不舒服。

所以我认为，不管是农药行业还是其他行业，最具有投资价值的是能够拓展上下游，做全产业链的公司（比如前面提到的神剑股份，一直在努力进军上游原料行业；鲁泰早早地就开始自己种植棉花，现在也已经开始往下游拓展，做自己的品牌）。说到底，想要在低成长行业里获得的多一些，就必须想办法不断地降低成本，而想要降低成本最有效的方法之一就是打通上下游。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺普信近几年来积极收购上游原药公司，改革下游渠道建设，不断拓展产品线，发展海外业务（下文将详细阐述），都是在努力地做全产业链。所以，诺普信毫无疑问在农药这个低增速行业中，符合"好生意"的标准。

7. 总结

总的来说，虽然农药行业是一个低增速的行业，但农药因自身的属性和政策决定了行业集中度会越来越高，要知道，供应端收缩，但需求端仍在扩张是"好生意"的最高标准。同时，我国整体农药市场的市场集中度远低于国外成熟市场，而国内无毒农药领军企业诺普信作为制剂领域的全国第一，和世界巨头相比仍只有其 1/10 不到的体量，未来在行业集中度不断提升的情况下，诺普信作为寡头公司继续高速发展是大概率事件。同时，诺普信已经打通全产业链，是下游渠道建设最好的国内农药企业之一。

9.1.2 好公司之市场与拓展

前面已经提到了诺普信的市场地位。接下来就来详细谈一谈公司管理层的优秀运营能力。公司近两年来发展思路清晰，行业布局速度紧凑有效，自上市以来几乎每一步棋都走得非常正确：

1. 下游渠道改革

公司 2011 年开始逐步把营销方式从经销商模式改为部分自营，直接供货给零售商且提供技术支持，这期间公司强推 AK 渠道，不仅费用大增，还导致 AK 渠道与 CK 渠道冲突，一度陷入混乱，收入增长缓慢，利润大幅下滑。2013 年以来，公司重新强调 CK 渠道的重要性，并对 CK 经销商进行充分的支持，由此挽回了部分流失的经销商。2013 年 12 月公司决定参股国内十家优秀经销商，参股比例均为 35%，经销商占 65%。最终公司改革完成，销售体系将 AK 作为 CK 的补充，重点在空白区域推进 AK 渠道，避免与 CK 的正面冲突。公司把资源优先投放在产品和市场推广等公司能力的优势领域。同时，通过合资形成利益共同体保持对经销商的控制力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说到渠道的改革，就不得不详细展开来谈一谈，这不仅是公司经营的拐点，更是我买入的契机。

诺普信在 2010 年和 2011 年的业绩出现大幅下滑，主要是因为公司改变了下游渠道营销策略，导致三项费用大幅攀升，股价也跟随业绩大幅下滑。直到 2012 年年末诺普信基本完成了对下游的改革，开始出现明显的拐点公司的特征：资源禀赋、高毛利、低净利。当时想要判断公司的拐点是否出现，最重要是搞清楚公司内部改革是否成功。但如果这个问题需要等待具体的数据出炉才能做出回答的话，那么这种明显的拐点出现时股价早已大涨走出底部了。我当时判断拐点主要是从两方面入手：第一是以营销渠道改革后的前景判断，第二是从市场的角度判断。

先说从市场的角度判断拐点。其实这个逻辑其实很简单，公司在 2013 年 1 月，股价最低迷的时候宣布回购股份。管理层一定比我们投资者更了解公司的运营情况，这就是公司出现拐点的最重要的一个标志。

再说营销渠道改革后的前景判断拐点。目前，大多数农药制剂企业的营销模式是：厂家——经销商——零售店——终端用户。厂家、经销商、零售商利润分配比例大约为 2:3:5。制剂企业的价值链核心在营销环节。农药行业现状，是零售店最能主导农户的购买，但厂家 98%的农药产品却都是通过经销商卖出去，没有一个厂家专门针对零售店开展合作。所以，作为国内最大的农药制剂企业，诺普信从 2010 年开始就转变了营销模式，诺普信的转型模式是越过经销商环节，直接供货给零售商且提供技术支持，厂家——零售商——终端用户（直供模式）。

因此公司需要花费大量的精力招募和培养技术推广人员，所以从财报上看，公司的销售费用大比例上升（年报显示 09 年至今诺普信的营销人员数量保持在 2 000 人以上，另外，公司近三年研发投入接近营业收入的 5%，远高于业内水平），这几点直接导致了 2010、2011 年的业绩远低于预期。

公司的营销渠道改革是非常正确的，眼光非常长远，所以我有理由相信，公司大量费用的投入最终会出现效果。另外，公司主营业务的毛利率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一直保持在 40%以上，远高于制剂企业 30%的销售毛利率，这就说明了公司制剂产品的研发实力及品牌认可度。

后面事实也证明如此，如下图所示。

序号	诺普信	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-06-30
1	销售毛利率(%)	42.76	41.73	42.43	41.30	41.00	36.68
2	净资产收益率(加权)(%)	23.33	10.29	6.60	10.09	12.87	13.12
3	营业总收入(元)	1,308,233,999.62	1,455,937,524.39	1,554,943,296.14	1,597,516,109.10	1,735,500,737.84	1,528,294,048.07
4	营业总收入同比增长率(%)	23.39	11.29	6.80	2.74	8.64	25.40
5	归属于母公司所有者的净利润(元)	137,797,352.68	108,803,508.10	81,343,091.67	129,376,029.42	180,016,617.16	204,789,766.08
6	归属母公司股东的净利润(同比增长率)(%)	49.04	-21.50	-25.24	59.05	39.14	41.89

诺普信	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-06-30
销售费用(元)	231,800,962.71	299,014,195.32	363,268,848.49	353,256,481.44	332,725,839.43	218,502,358.56
管理费用(元)	169,681,942.70	194,856,109.43	208,190,612.86	202,669,456.07	205,971,016.33	118,345,994.85

在下游渠道销售改革完成后，公司开始逐渐减少销售人员，经过一年时间公司销售人员减少了 25%，但从营收数据来看，人员的减少并未带来收入的下降。

2013 年前后，公司构建了独特的“两张网”营销服务模式。公司建立了业内覆盖度最广、最密、最贴近农户的全国性营销网络以及技术服务组织。拥有一千多名专业技术营销人员，设立了 9 个营销中心，92 个销售大区，基本覆盖全国近 2 800 个农业县（市），近 10 万家零售店，并为近万个大大小小的农场提供面对面的技术指导和服务。公司积极推动了以“试验示范推广”为核心的技术服务活动。每年公司的植保专家、作物经理、技术人员及聘请的当地土专家，走进乡村、农场、田间地头，通过田间试验示范、农民会（课堂）、农民夜校、技术观摩会（每年约 60 000 余场），指导农户科学合理使用农药，科学种植，提高农业收益。公司在东莞、广州、西安、昆明、济南、杭州、沈阳设立了 7 大物流配送中心，能保证绝大多数区域 48 小时到货，个别地区最长也不超过 72 小时；快速物流，有效地应对了农药使用的季节性、周期性强等行业特点，及时满足了农民的用药需求。

2014 年下半年，公司渠道建设又见新进展，子公司诺普信农资拟增资参股国内 7 家优秀经销商，参股比例均为 35%，经销商占 65%，通过与经销商的绑定，公司可通过整合下游优势资源，打造区域强势品牌，有利于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进一步扩大市场份额。

这期间，公司在 2013 年还引进以色列 Makhteshim-Agan（马克西姆阿甘）在荷兰的全资子公司 Celsius Property B.V.共同参与公司“AK 业务”)，以色列马克西姆阿甘是全球排名第 7 位的农药巨头，仿制药全球排名第一，拥有强大的营销渠道，销售人均贡献收入约为诺普信的 10 倍，马克西姆阿甘具有先进的管理经验及成功的运营方式，公司和其合作可实现优势互补，通过整合优化，并借助其先进的管理经验及成功的运营方式，做大做强公司 AK 业务，实现协同发展，并提升公司在农药行业里的核心竞争力和地位，具有很强的战略意义。同时诺普信利用自己的渠道优势代理跨国公司的制剂产品，此部分业务很有可能成为公司一个新的增长亮点。

2. 上游原药并购

公司在这两年陆续收购国内排名前 15 的农药原药生产厂常隆农化几乎全部的股权。

诺普信目前持有江苏常隆化工 35%的股权，另外同时持有其子公司江苏常隆农化 35%的股权。而且常隆化工持有 65%的常隆农化股权（诺普信收购的主要目标是原药生产公司常隆农化）。

再看常隆化工的历史股权结构，在诺普信收购前，常隆化工的股权结构为江苏常隆化工有限公司工会委员会持股 82.22%，常州工贸持股 15%，另外 2.78%的股份为 11 名自然人合计持股。常隆化工原股东计划将其全部股权转让，并要求收购方在股权转让协议签署后即刻现金付款，为满足其付款要求，诺普信关联方融信南方先期收购了常隆化工 72.53%的股权。融信南方承诺不向第三方转让常隆化工股权，将把常隆化工股权按照公允价格转让给诺普信。诺普信计划逐步收购融信南方等股东所持有常隆化工股权，达到控股常隆化工。诺普信曾在 2013 年公告受让融信南方持有的江苏常隆化工有限公司 20%的股权。随后再度公告收购 15%的股权。可以预见的是常隆化工剩余股权进入上市公司已成定局。

常隆化工 2012 年营业收入 20.59 亿元，净利润 5315 万（2012 年常隆化工由于常隆农化搬迁影响，盈利能力尚未完全释放），而子公司常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隆农化，2012 年收入 13.96 亿元，净利润 7020 万元，总资产 15.95 亿元，净资产 9.04 亿元，位列国内原药企业前十名。在诺普信 2013 年的年报中显示常隆化工 2013 年营收 21.1 亿元，净利润为-5179 万元，而子公司常隆农化营收 17.19 亿元，净利润为 4 173 万元，从数据上看，2013 年相比 2012 年大幅倒退。

母公司亏损主要是 2013 年清理报损核销资产损失 1512 万元，同时由于常隆化工的股权改制，需要对其所有员工工龄买断，此项费用近 1.3 亿元，计入非经常性损益。所以扣除非经常损益后，常隆化工 2013 的净利润约等于 8 000 万元（至于子公司常隆农化扣非后净利润多少暂无法计算，但肯定比上一年 7 000 多万元的净利润大幅增长，至于母公司盈利为何不如子公司，主要是因为母公司除了原药之外有很多其他的化工行业的业务。

不过值得一提的是，常隆农化在 2014 年遭遇“污染门”事件，被当地法院判处巨额罚款，这对诺普信剩余股权的收购也带来了负面影响。

3. 海外市场拓展

前面曾提到过国外巨头的成长是依靠：①行业准入标准很高导致行业集中度提升；②收购本土农药经销商扩展下游；③代理销售跨国农药巨头的产品以最大化渠道的规模效益。

诺普信对比国外龙头企业走过的路，表现如何？

① 诺普信在制剂行业的集中度不断提升，同时国内政策也在不断提高行业的准入门槛。②诺普信上市后虽然没有收购同行业的公司，但在上下游积极布局，几乎已经打通了全产业链。③诺普信于 2013 年 7 月收购了乌克兰 NOPOSION-AGRO 公司 60%的股权，并进行了增资。正式开展诺普信品牌在乌克兰的农药制剂的登记与销售业务；2013 年 9 月公司出资 1.7 亿元在深圳前海设立深圳标正作物科技有限公司，继续开拓国际市场、力争在国际上建立诺普信的制剂品牌；随后 2014 年 1 月诺普信在深圳前海设立深圳诺普信国际投资有限公司，作为国际市场发展总部机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 农资大平台建设

公司在 2014 年年中公布了定增，准备进军两大项目：①基于 O2O 的农资大平台建设项目总投资 2.913 亿元；②新农药化合物评估、开发及新产品登记项目总投资 2.418 亿元；

公司农资大平台的经营思路跃然纸上，农资平台的意义在于：①农村信息化普及率的持续提高，农资企业开始积极拥抱互联网实现产业转型升级。这是农资互联网平台出现的基础；②互联网实现了订单农业发展模式，通过汇总消费需求来推动高附加值的绿色生态农业的发展，增加对低毒、无毒农药和新型复合肥的需求。伴随着土地流转进程的加快，大型综合农场主对综合农资的解决方案以及农化服务的需求将快速增加，这是农资互联网平台发展的前景；③农资产业互联网化有望提升传统农资企业运营的效率：减少中间渠道（诺普信在 AK 模式下已经完成 O2O 下游的人员配置，这是领先其他农资平台，如农发种业的优势）；提升农化服务的效率；大数据精准营销等；伴随着农资 O2O 商业模式的推广，未来将通过线上营销渠道将流量导入线下，提升线下连锁渠道效益。

具体解释一下这两个项目：

（1）基于 O2O 的农资大平台建设项目，总投资 2.913 亿元。

第一，项目是建立在土地流转加快的基础上的，符合国家改革的方向。可以预见未来规模化、集约型农业经营组织是大方向，而规模化、集约型的农业经营模式对重点经济作物的科学种植技术、全程植物保护与营养解决方案、高效专业的技术服务需求极大。因此诺普信认为急需建立完善的农业技术服务体系。

第二，在农业生产规模化、现代化的发展趋势下，农资流通体系必然走向扁平化、专业化、集中化的发展模式。以农业现代化程度较高的美国农药分销体系为例，2013 年其前五大农药分销商占据 92.3%的市场份额，规模较大的农药分销商具备较强的技术服务和研发能力，同时也是专业的植保服务商，平均每家分销商在全美设有 400 余家直接或间接持有的，集信息交流共享、农业服务、农资经销、肥料和农药预混等功能为一体的零

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售店。而我国农资流通高度分散，行业竞争激烈，缺乏龙头企业（诺普信作为国内排行第一的经销商，2013 年占国内农药制剂市场规模也仅为 3%～4%，可提升的空间非常大）。

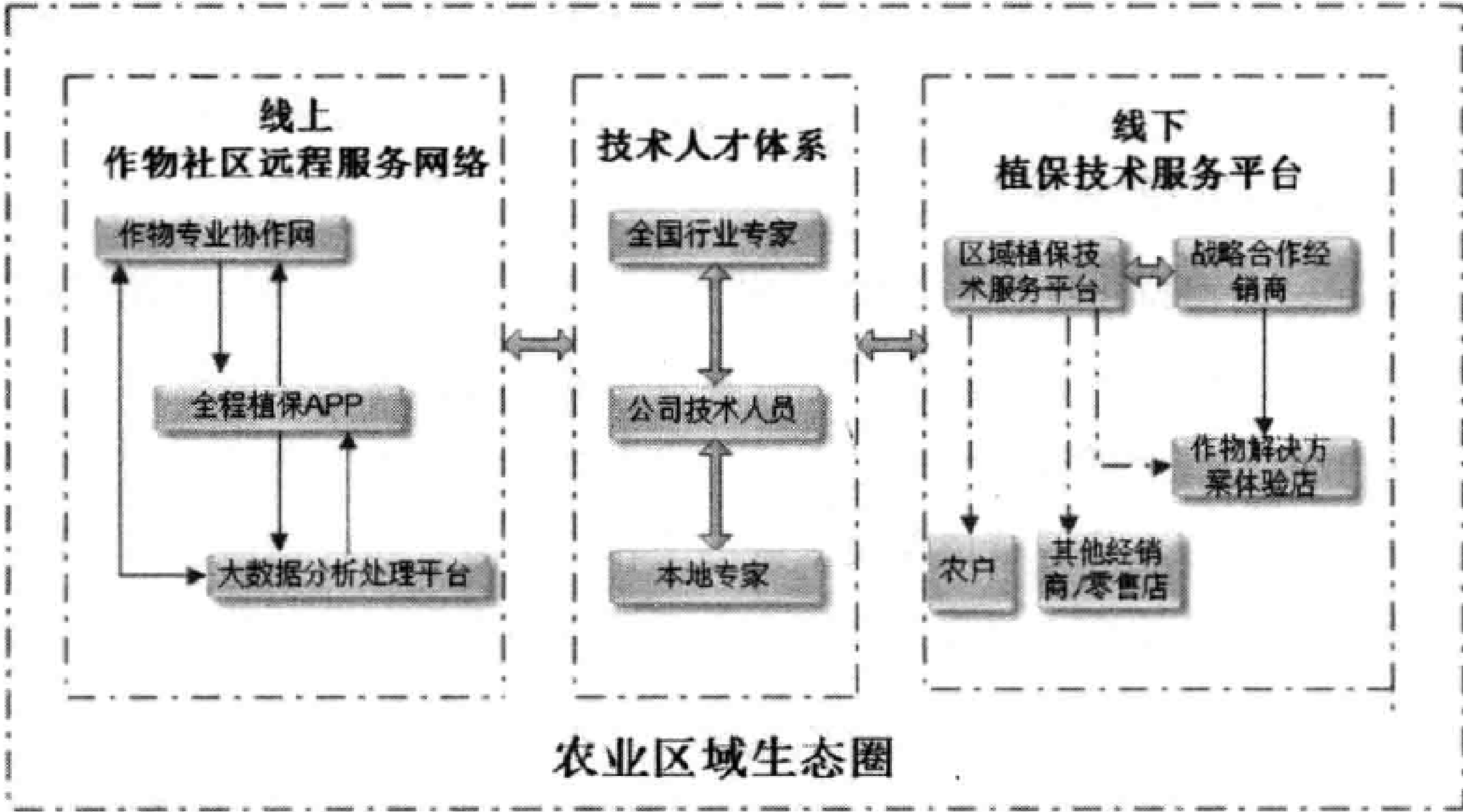
第三，公司拟建设基于 O2O 的扁平化、专业化农资营销与植保服务平台，以基于互联网、移动通信、云计算技术的作物社区远程服务网络为信息交互平台，以全国行业专家、公司技术人员、本地专家等技术人才体系为知识分享纽带，将区域植保技术服务平台、战略合作经销商及作物解决方案体验店有机结合，将公司打造为全球最优的农资产品营销平台、最先进的农资技术整合平台、最优秀农资人员的事业平台之一。

其中，区域植保技术服务平台的建设将依托公司战略合作经销商进行，在战略合作经销商所在县市，公司将配套建设区域植保技术服务平台，通过为战略合作经销商、当地核心零售店、农户提供技术服务支持。然后，将建立基于互联网、移动互联、云计算等新兴技术，以作物群为依托的作物社区远程服务网络，包括作物专业协作网、全程植保 APP 及大数据分析处理平台。同时，公司会根据重点作物类别分别聘请相关领域全国性植保专家，构建公司行业专家库，在各区域植保技术服务平台聘请本地专家，并在公司内部建立完善的技术人才招聘培养体系。不难看出，技术人才和这个体系的建立才是线上线下连接的关键。

这个项目听起来“高大上”，其实说来也简单，就是此前诺普信一直在倡导的直营模式的加强版，这次诺普信野心变得更大，不仅要做自己的直营店品牌，更是要做成一个综合平台（诺普信这个发展思路必须点 32 个赞，互联网时代平台的含金量最高），诺普信的目标就是成为农资流通领域的 No.1。项目预计分三年投入建设，募集资金到位当年为建设期第一年，项目完全建成后公司销售收入将大幅提升，预计将新增销售收入 95 760 万元，新增净利润 9 824.98 万元。

农业区域生态图如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（2）新农药化合物评估、开发及新产品登记项目，总投资 2.418 亿元。

第一，此项目是建立在高效、低毒、低残留、环保的农药产品是未来市场的主需求上的。同时，随着国内农业生产的集约化发展，农药的采购逐步集中。高附加值经济作物种植面积稳定增长和生态农业的发展，农户对农药价格的敏感性降低，农药药效和残留等优化指标成为影响农户选择农药的重要指标。国内农药制剂企业在剂型开发上的投入远低于国外农药巨头，我国农药制剂剂型加工水平较低。美国原药与制剂数量比达到 1:30，日本为 1:10，中国只有 1:7。因此目前农药产品同质化严重，技术含量较低。所以，国内的大型农药企业发展方向非常明确，就是要大力发展专利化合物、次新化合物以及新剂型的研发，减少对原有同质产品的研发和生产，提高农药的使用水平和效果，以促进国内农业生产效率和水平的提高，减少对环境的破坏和污染。从国际排名前几位的农药企业收入构成来看，其收入主要依赖一些大品种的贡献，前五大品种占比往往超过 50%，大品种、特色药，不仅对公司收入与盈利非常重要，而且对企业的品牌也非常重要。目前，国内约有 2 万个农药产品获得登记，但同质化竞争严重，单品盈利能力不强，产品影响力有限，制约了企业品牌发展。而这个增发项目合作研发的专利化合物产品将会成为国内的独家垄断产品，未来空间很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，建立新农药化合物跟踪、评估、开发体系可以强化公司盈利模式，发挥渠道价值最大化，也将提升公司的行业地位和产业链影响力。而新产品登记项目主要是为了应对我国对农药产品实行的登记制度、生产许可证制度/农药生产许可制度，通称"三证"。这也是非常有必要的投入，毕竟研发的大量的新技术产品，进行产业化前尚需花费大量的资金进行国家登记规定的各种试验测试。预计未来三年公司将登记约 110 个新化合物产品。

由于新专利化合物产品开发难度很大，周期也很长，一个达标的新农药，需要平均投入 1.5 亿美元，耗时 10 年。因此，此次募集资金十分有必要，其实关于新药的研发诺普信一直都在进行，而且诺普信为了降低研发的风险和成本一直在与拥有专利化合物的巨头企业合作，比如和农药巨头马克西姆·阿甘公司、富美实公司都展开过合作。

5. 打通化肥领域

公司在 2014 年下半年宣布与国内化肥巨头金正大合作，发挥双方在技术研发、市场渠道、品牌运营等方面的优势，在药肥一体化、农资平台流通、先进农业服务推广等领域开展全面深度战略合作。①共享客户资源。双方共享核心区域内客户资源，通过互相代理、购销配套、组合推介等多种方式实现产品在双方的渠道终端销售，双方为对方在自身营销渠道中的供应链（物流）支持、产品销售等方面提供了协助及便利，创造有利的销售环境，扩大市场占有率（对于这一点事实上诺普信占了更大的便宜，毕竟金正大的终端建设要早于诺普信，发展得也比诺普信好）；②共享服务资源，在核心区域共建科学的试验示范体系；共同举办现场观摩会、研讨会；在作物种植重点区域，共建农化服务中心，对客户进行专业、严谨、规范的技术培训与服务，为客户提供全面的技术支持和农业服务一体化的解决方案，提高我国肥料行业和农药行业的施用水平；③共享研发成果，实现新技术、新产品的战略合作，开展农业科技领域研发合作，建立农资大数据库；积极筛选研发适合我国各区域的农业肥料、农药新技术及新产品，提高我国药肥一体化的研发与制造水平，双方也可共同申报相关的研究课题或科研项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 补全软肋：进军种业领域

其实早在 2010 年 8 月，公司就与美国科学院院士邓兴旺博士共同设立"深圳兴旺生物种业有限公司"（公司参股 10%），开始布局大农业领域。此外，2014 年三季度公告称：为战略布局农业服务领域，更好地为种植户提供全程的作物解决方案，公司拟参股浙江美之奥种业有限公司，出资自有资金 1900 万参股 20%。投资美之奥进一步完善公司对大农业的战略布局，美之奥主营蔬菜、花卉种子业务，业务规模排在浙江省蔬菜种子行业前三位，是浙江省"育繁推一体化"种子培育企业。其拥有高素质的育种科研团队和实践经验丰富的种子生产加工的专业队伍。截至 2014 年 9 月 30 日，美之奥资产总额为 5 543.32 万元，负债总额为 1 854.87 万元；2014 年 1～9 月，美之奥实现营业收入 1 647 万元，净利润 502.45 万元；2013 年美之奥实现主营业务收入 1 726.61 万元，净利润 85.09 万元。

我相信从公司这几年的运营也完全可以看出管理层能力的优劣。值得一提的是，公司连续的收购，都没有以圈钱的方式进行，这说明公司并不会轻易损害小股东的利益。同时我也一直相信，能敢于在公司估值被低估时进行回购的公司都是"好公司"。

7. 核心竞争力

（1）公司具有国内领先水平的研发平台，业界一流的科技研发团队，拥有技术研发人员 130 多人，植保技术研发人员 220 余人，拥有一批由具有高级职称、博士学位的资深专家担纲的技术带头人；公司构建了与国内多家科研院所密切的产学研合作关系，主持或参与了行业政策、技术标准和重大科研项目的研究工作；公司的"三证"产品数、发明专利数、国标/行标/企标数、生物源农药产品登记数、环境友好型农药制剂销售占比等均位列全国农药行业第一。

诺普信的发明专利一直在制剂行业列于第一位，研发投入在农药制剂行业中遥遥领先，研发投入占比营收 4%以上，且每年以 15%～20%的速度增长。

（2）公司在渠道销售改革后，构建了多个区域性、全国性品牌的产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线，拥有近 2 000 名的专业技术营销团队。可为全国所有农业产区 95%以上的农作物防虫治病等提供系统的整体解决方案；构建了独特的"两张网"营销服务模式。公司建立了业内覆盖度最广、最密、最贴近农户的全国性营销网络以及技术服务组织。为国内广大的农户提供面对面的技术指导和服务。积极推动以"试验示范推广"为核心的技术服务活动。每年公司的植保专家、作物经理、技术人员及聘请的当地土专家，走进乡村、农场，指导农户科学合理使用农药。

（3）公司在东莞、广州、西安、昆明、济南、杭州、沈阳设立了七大物流配送中心；快速物流，有效地应对了农药使用的季节性、周期性强等行业特点，及时满足了农民的用药需求。

8. 财务报表解读

（1）2013 年年报。2013 年公司实现营业收入 17.36 亿元，同比增长 8.64%，归属于上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比增长 39.14%，扣非后增长 77%（主要是政府补贴减少），年报超预期。

同时公布的 2014 一季报大超预期，一季度营收同比增长 27.68%，净利润 6 785 万元，同比增长 41.57%，预计 1～6 月净利润为 18 762 万元至 23 092 万元，同比增长 30%至 60%。即便按照下限来算，二季度的净利润为 12 000 万元，创下上市以来最佳单季度成绩，不出意外，营收也应该接近最高。

2013 年毛利率 41%，同比微降 0.3 个百分点，在原药成本大幅上升的前提下（同比增加 9.4%，主要是除草剂成本提升 43%，这和草甘膦大幅涨价有关），公司毛利率依然稳定。2013 年年底公司整体存货占总资产比例较 2012 年略微下滑，而一季度存货环比大增 40%。这很好理解，年报上看出农药制剂的库存量大增 167%（注意库存和存货的区别），公司的解释是为了满足 2014 年的销售而进行相应的生产储备，一季度的销售数据已经足以说明了问题。

这两年诺普信财报最关键的看点还是费用。AK 业务经营效率大幅提升期间带来的费用率下降是 2013 年业绩大幅增长的主要原因。2013 年销售费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为 19.2%，同比下降近 3 个百分点，管理费率也下降 1 个百分点至 11.9%。公司 2013 年人均销售额 92.5 万元，同比增长 22.4%，为近 7 年的最好水平。2014 年销售效率继续提高，1 季度销售费用率进一步下降至 15.47%（一季度毛利率同比下滑 1.58%，而整体费用率下滑 2.51%~25.11%，销售费用率和管理费用进一步降低是公司在毛利率小幅下滑的情况下利润增速快于收入增速的关键所在），公司销售渠道的明显改善，为未来实现可持续发展打下良好基础。

从四季度开始公司收入增长速度大超之前预期，今年 1 季度收入同比增速达到 27.68%，1 季度收入大幅增长主要是因为渠道优化效果开始显现：①经过过去 3 年渠道调整和锻炼，2011 年前后入职销售员经验提升，战斗力逐渐发挥。②公司营销模式变化，借鉴国外先进营销模式大力进行田间推广示范，取得了不错的效果。③新品种上市和公司采购优势，部分紧俏农药销量增长较快。

年报以及 1 季报的数据进一步证实了此前对公司出现拐点的判断。

（2）2014 年半年报（农药收入和净利高峰均在二季度）。2014 上半年营收 15.28 亿，同比增长 25.4%，环比增长 36.69%，归属上市公司的净利润 2.05 亿元，同比增长 41.89%，扣非后增长 38.2%。

二季度单季的净利润为 1.37 亿元，单季营收为 8.83 亿元，营收和净利均创下历史最高纪录，这已经足以证明之前对诺普信拐点的判断成立，并且半年报的新高并不是终点，诺普信的营收和净利的新高趋势仍在延续，半年报预告 2014 年 1~9 月业绩，预计净利润为 2.21 亿~2.72 亿元，比 2013 年同期增长 30%~60%。如果按照诺普信的业绩预告并以通常中报 40%的净利润增速估计，三季度净利润将会在 2.38 亿元，这意味着三季度单季的净利润为 0.33 亿元，下半年是传统的淡季，虽然业绩不起眼，但这个成绩仍然创下了上市以来三季度单季盈利的纪录。

分产品来看，杀虫剂营业收入同比增加 12.98%（约占主营收入的 1/3），杀菌剂营收同比+6.16%（约占主营收入的 1/4），除草剂同比+95.02%（约占主营收入的 1/4），助剂和植物营养占比太低，无关紧要；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分地区来看，国内各大地区营收大幅增长，最低的东北都增加了 13.29%，其余增幅基本均在 25%以上，最大的亮点是出口同比增长了 336.04%，并且毛利率大幅提升，14.53%～30.77%（还有提升空间），看来诺普信的海外销售进展十分顺利。

公司综合毛利率为 36.68%，比上一年同期下滑 2.67%，其中除草剂毛利率同比下滑 3.65%是最大的原因，主要是原药草甘膦当年大幅涨价，导致除草剂成本同比上升 104.67%（这也导致了总体营业成本上升 30.98%，超过了营收增幅），虽然除草剂的营收几乎翻番（+95%），但毛利率却是最低的（只有 22.49%），这也再次说明，诺普信收购上游的原药公司是多么得正确和必要。另外，杀虫剂毛利率同比下滑 0.72%，杀菌剂同比下滑 0.19%，这两个产品成本几乎同比营收，保持了较好的毛利率。

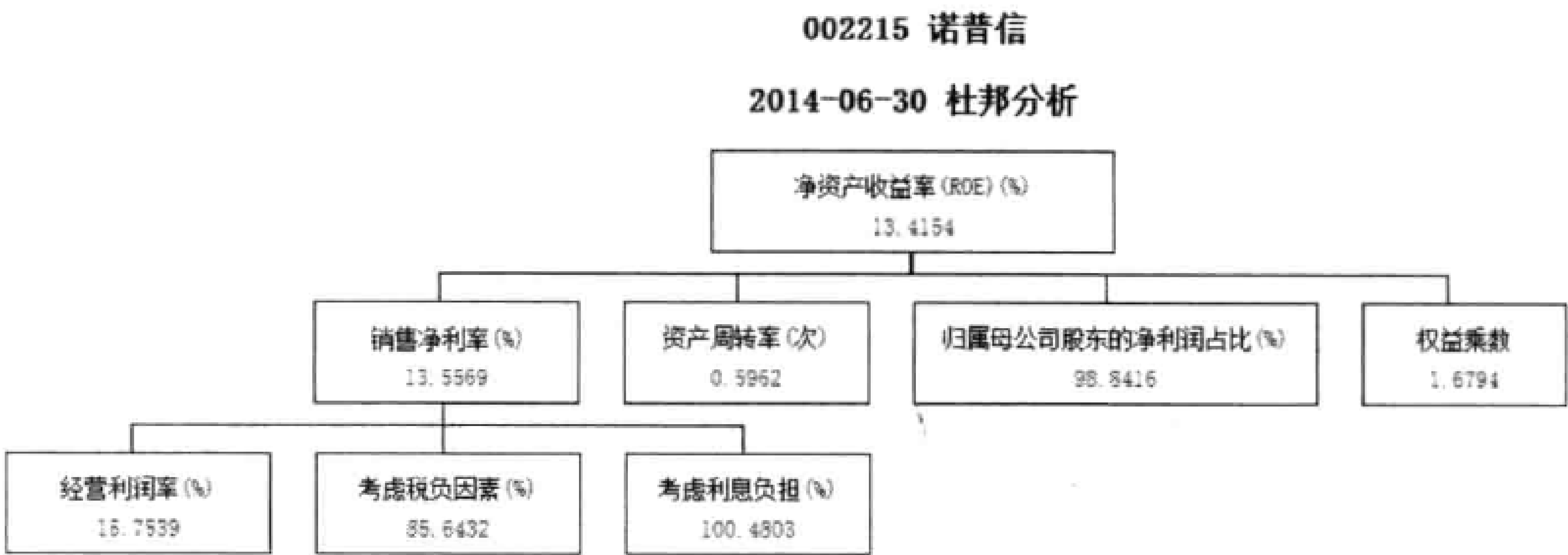
销售费用在营收大幅增长的基础上同比持平，人均销售额再度提升，不过可以看出，相比 2013 年销售费用率的大幅下滑，2014 年开始销售费用的下滑则基本到位，净利润和毛利率未来将会主要取决于营收增速和原药成本（此前销售费用率和管理费用的降低是公司在毛利率下滑的情况下利润增速仍快于收入增速的关键所在）；管理费用增加 5 193 万元，同比上升 4.59%，主要是研发费用增加了 5 620 万元，除掉研发，其余的管理费用实为下降。

应收款+应收票据为 5.16 亿元，同比增长 24%，对比营收，非常合理，存货 3.28 亿元，同比增长 44.8%，相比一季度 51%的同比增幅有所改善，这也说明公司储备大量存货是有必要的，二季度消耗的速度比去年更快。

经营现金流 2013 年年底是-3668 万元，今年上半年到了+135 万元，主要是销售收入增加，部分贷款收回。根据农药制剂行业的特性，一般年末是回款高峰，2013 年年底诺普信的经营现金流同比 2012 年是大幅下滑的，主要是转型仍没有成型，营收还没出来，2014 年年底的数据更具参考性。

资产负债率环比一季度大幅下滑 4.22%～37.14%，不过相比 2013 年还是大幅增加了，所以上半年公司 ROE 也达到了 13.12%，比 2013 年同期增加 2.8 个百分点，其中二季度单季为 8.63%，为历史最高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



9.1.3 好价格之市场买点

（1）农药行业是典型的低增长冷门行业，而从诺普信朴素的作风来看，公司也属于典型的冷门公司，从市场情绪的角度来看，诺普信在2010～2012年经历了痛苦的转型，股价和估值双杀，股价跌去75%，我仍清楚地记得在2012年年底几乎没有任何研究员给出评级，说明市场极为不关注，市场情绪到了谷底。这时往往就是最好的布局机会。

（2）精确地买入“好价格”出现在2013年1月初公司宣布回购之时，很幸运，本人刚好关注了此次回购，开始重点研究公司，发现公司可能的拐点后，重仓买入。

（3）从市场资金流向的角度分析，这里不再分析（详见本书第七章）。

最后预测一下。从长期来看，诺普信有潜力成为国内农药销售巨头，市场占有率有望继续提升，对比国外龙头企业走过的路（我并不奢望公司的规模能达到发达国家农药巨头的体量），我认为诺普信未来销售收入达到100亿，公司市场占有率提升4倍，3%～12%并不是一种奢望。目前，诺普信的市值60多亿（2014年年底），年销售收入20亿左右，我个人给出目标价格市值300亿（十倍股）。

注：本人长期持有诺普信，持有成本较低，追高注意风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.2 调味品行业

消费行业作为牛股的聚集地，自然也有很多公司符合三好的条件，这里以细分的调味品行业中的优秀公司（调味品三剑客：海天味业、中炬高新、恒顺醋业）作为代表。具体分析如下（部分内容参考了招商券商的研报）：

我们都知道消费品行业是产生牛股的温床，其中消费品行业又分为快速消费品和耐用消费品。快速消费品是我们日常生活中使用频率高、消耗快的产品，大家耳熟能详，相比较耐用消费品，快速重复的消费是快消品的优势，而缺点在于由于行业进入门槛低、同质化严重，因此，想要脱颖而出建立一个品牌非常难，尤其是成熟品类的快消品更难。所以，想要找到快消品中的好生意，就是要找到具有快速消费品优点但同时又具有高门槛的细分行业。成功的快速消费品公司都有相似的成功路径：①塑品牌；②强渠道；③控新品。其中，渠道和品牌缺一不可（参考加多宝和王老吉的案例）。

9.2.1 寻找快速消费品中的“好生意”

（1）优秀快消品的属性：优秀快速消费品是必须同时具备消费的差异性（多品牌满足不同消费者）和必需性。

从品牌的角度来看，快速消费品中差异性越小，品种数越低的产品其净利润率低。比如，生活用纸、油、豆浆、红枣、白酒、牛奶都是差异性较小（产品差异性主要表现在品类种类的多少），而保健品、调味品、烘焙食品、食用香精等产品满足了多样化的需求，其利润率就高。原因就是差异性越大意味着越多的品牌，越可以满足不同的消费者。

从消费者选择的角度，快速消费品又可细分为必要消费品和可选消费品，顾名思义，可选消费品不是生活必需品，所以消费者在消费时会反复比较后再购买，导致行业竞争激烈。而相对的，必要消费品是消费者必需的产品，在连续重复的购买中容易建立品牌效应，渐渐形成寡头品牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上，我认为调味品行业，完全满足上述两个条件，特别是那些拥有独家秘方的公司（比如老干妈）。

拥有独特口味的调味品公司既是必需消费品，同时调味品本来就是满足了大众的差异需求，不同的人的饮食习惯不同，国内调味品龙头企业海天有超过 200 个品种，成熟国家的巨头味好美等有超过 500 种产品。这是任何一个食品子行业不具备的。调味品公司拥有足够多的品牌和口味，满足了消费者差异化的需求。最重要的是，在推广美味的过程中他们慢慢建立了强大的品牌：调味品是理性消费（从选择原因的角度来看调味品的选择中理性因素占比高，包括质量、性价比等理性因素。而饮料则是包装、味道、色彩等感性因素占比高），也是习惯性消费，所以具有很高的用户黏度，慢慢地就能形成品牌效应，相比较大部分只靠铺货增长的消费品，品牌效应体现了巨大的优势。从一些公司的数据上看，这个分析能够证伪——调味品行业的销售费用增速低于营收增速，行业利润水平不断提高，品牌效应初现。

（2）护城河：在传统的快速消费品中，饮料、休闲类、面食类、冷冻类食品即使通过美味建立了消费黏性，但最终很难形成坚实的品牌“护城河”，很容易被其他品牌取代，这个和产品的属性有很大关系，饮料和休闲食品消耗的速度非常快，产品消费频率非常高，厂商除了口味，更会在包装，广告噱头上下功夫，同时产品更新周期很快，这些因素使得小企业容易进入市场。

但调味品行业则不同，与产品消费频率相比则低得多，口味显得更为重要，这也使得好的产品具有更强的竞争力，龙头企业在不断强化其在产品品牌方面的优势，而小企业几乎没有翻身的机会。因此这就决定了调味品龙头公司的增速远快于行业，从行业集中度不断提高的趋势就可以证明优秀的调味品公司的“护城河”是非常宽广的。

（3）未来发展空间：从调味品过去 10 年的发展情况来看，行业维持了持续的较快增长和较好的盈利能力。调味品行业的盈利能力主要来自较高的利润率（具备一定提价能力，其中酱油、醋、鸡精等品种最近 5 年年均提价幅度在 8%～10%），较稳定的消费量增速（最近 5 年年均消费增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 7%～9%，波动较小）以及较快的周转速度（行业流动资产周转次数均值在 3 以上）。利润率和周转速度较高主要来源于调味品的工艺特点（可以用相对低廉的原料制成具有较高附加值的食品加工产品），消费增速较稳定主要原因是调味品在中国饮食习惯中的位置以及在外就餐比例提高。而拥有品牌的龙头企业具有更强的提价能力，使得其毛利率一般高于行业整体 6～10 个百分点。

从行业增长动力维度来看：行业将稳定快速增长（3 年内保持年均复合 15%以上）调味品的品牌效用将继续显现，家庭消费对行业增长的主要贡献体现在提价和产品结构升级（变相提价）上。

从行业的具体公司来看：传统调味品龙头企业攻守兼备，具备长期投资价值。"守"是指：调味品的消费刚性需求十足，受经济影响较小（和 GDP 相关系数在 0.2～0.3，远低于其他食品），相对于酒及其他消费品而言增长稳定性更高。从"攻"的角度来看，由于龙头企业具备较强的提价能力，每次提价幅度都要超过原料上涨幅度使得其毛利率不断走高，盈利能力处于不断提升的过程中。且行业集中度低（目前只有 20%左右），远低于其他消费品，行业目前处于分化中（龙头加速，第二集团减速），在行业标准大幅修订和更新的过程（2012～2014 年时调味品强制标准全面修订的密集期，过去 10 年未更新的标准将大幅提升）龙头企业的增速在不断超越行业整体增速。

目前，调味品行业中 A 股标的较多：恒顺醋业，加加食品，中炬高新，涪陵榨菜、海天味业，后面还有排队待查的三家复合调味品公司：珠江桥、四川天味（火锅底料）、安记食品（五香粉）。未来 1～2 年内有望形成总数达到 8 家的仅次于乳制品和肉制品的第三大食品板块，这其中既有弹性大的品种也有增长稳定的配置型品种。

结论：综上所述，调味品行业无疑是一门好生意。

9.2.2 调味品行业发展的逻辑和最佳介入时点

通过国际比较表明：成熟调味品公司均呈现出单品类发展—多品类发展—资源优化整合发展的三段式发展路径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）稳增长阶段的特征是：经过多品类发展的阶段之后，企业开始进入资源的优化整合阶段，比如走出食品领域，向上下游扩展，或是向海外市场扩张。此阶段龙头公司收入结构稳健，产品的定价能力强，毛利率维持在高位，开始打造全球品牌，发展新兴市场。

这个阶段收入增速是因为基数原因放缓，ROE 依靠毛利率净利润的提升、费用率的下降而稳中有升，与较稳定的增速对应的是市值稳健增长，这个阶段，公司的表现不如第二阶段，因为这个阶段大部分公司已经成为蓝筹公司，如果还想保持较高的成长，则需要持续并购或大幅度的连续的提价。目前，国际上一些巨头调味品公司（比如日本龟甲万）就属于这一状态。

（2）多品类发展阶段特征是：调味品企业在自己主打品牌小有名气后，利用已经建立的渠道、品牌优势推出第二以及第三品类的产品，做大收入，这个阶段费用增加速度低于收入增加的速度，毛利率还因为产品结构优化和升级而有所提高，这两个因素使得整体净利润率是稳中走高的，而且收入也在稳定增长。

在这个阶段发展过程中虽然都是多品类经营提高收入，但企业的实施路径却出现了较大的分化，有的是采用外延式并购的方式直接获得新的品类（味好美的外延式并购思路，获得了很多和番茄酱无关的调味品业务），有的是采用基于自身优势发展一些相关品类（味滋康在醋的基础上发展出了很多醋豆、纳豆、保健醋等和醋相关的产品）。实现的方式并不重要，关键是殊途同归，发掘出了新的增长点。

（3）单品经营阶段的特征是：调味品企业集中推行自己的主打品类。这个阶段主要是建立品牌和渠道为主，为以后的发展打下了基础。

在这个过程中企业的收入水平增长较快，但费用水平也相对更高。因为涉及一些渠道、推广及研发投入。相对而言，毛利率和利润率较其他两个阶段不高，而利润增速不会特别高。这个阶段对大部分公司而言，并非最佳的投资时点，但如果是优秀的公司则值得关注。

如何判断公司具体进入了哪个阶段？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1．判断第一阶段向第二阶段的拐点——通过趋势性走高毛利率和净利润率来判断

（1）在从单品阶段向多品种阶段发展的过程中，第二、三品类占收入的比例不断提高，达到近 20%～30%的比例，产品开始有目的地提价（渠道和品牌力的体现）。

（2）在从单品阶段向多品种阶段发展的过程中，毛利率是持续，趋势性是向上的。这个趋势是一个持续过程，且销售增速不受太大影响，这个现象的背后是调味品公司市场影响力持续提升后，产品升级以及部分提价基本不影响销量，是品牌力、渠道力不断强化的体现。三个公司的毛利率拐点恰好也是其从第一阶段向第二阶段切换的衔接点。这可以作为一个非常明确地判断第二阶段的标准。

（3）在单品阶段向多品种阶段发展的过程中，费用率趋势性下降，整体净利润率趋势性是向上提升的，业绩弹性明显提升。这个现象的背后是高毛利新产品放量，享受已有渠道的优势并逐步显现。三个公司的业绩弹性拐点恰好也是其从第一阶段向第二阶段切换的衔接点。这也可以作为一个非常明确地判断第二阶段的标准。这个指标可以和第一个进行互相印证。

（4）在判断公司从单品阶段向多品种阶段发展的过程中。还需要观察的是业绩增速是否有加速趋势，这个也是保证我们能够把握住大的公司经营拐点趋势的关键。

2．判断第二阶段向第三阶段的拐点——负债率大幅趋势性上行，业绩增速明显趋缓

（1）在从多品种阶段向资源优化整合阶段发展的过程中，开始大量整合他国的相关产业。

（2）在从多品种阶段向资源优化整合阶段发展的过程中，在收入增速下降的背景下，而毛利率指标和净利润率都是稳中有升，达到最高水平。这个特征可以作为判断进入第三阶段的趋势特征。

（3）此外进入第三阶段以后，资产负债率会趋势性的大幅提升，主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持较高净利润率的同时通过杠杆提升公司 ROE。这个特征可以作为判断进入第三阶段的趋势特征。这个指标可以和第一个进行互相印证。

（4）在判断公司从单品阶段向多品种阶段发展的过程中。还需要观察的是业绩增速是否较第二阶段有较大的下滑，否则不能说进入第三阶段。

总的来说，分析国外成熟调味品公司的经历不难总结出其规律：识别调味品公司所处阶段，核心观察变量是毛利率、业绩弹性和负债率的可持续、趋势的变化。从第一阶段向第二阶段切换的拐点是毛利率和业绩弹性的趋势性，稳定地向上提升。判断第二阶段向第三阶段切换的拐点是负债率大幅趋势性上行，业绩增速明显趋缓。

9.2.3 海天、中炬、恒顺分析

总的来说，海天正在进入收入增速稳定增长阶段，中炬高新处在多品类经营阶段，恒顺处在单品经营阶段。

（1）海天体量较大，业绩弹性不足，和成熟阶段类似，但负债水平很低，毛利率还有一定的提升空间，又和第二阶段相似。这种介于两者之间的状态是由于中国巨大的市场和高度分散的集中度决定的，海天目前这个阶段短期业绩弹性不高，主要是其净利润率很高，短期提升难度较大。但由于其渠道和新品研发（研发实力领先），也很有可能通过未来资源整合及产能本地化等措施来提升净利润率，另外通过产能的释放提升行业集中度，也有望保持不错的收入增长。如果这两个措施可以在同一时空内发生，那么“戴维斯双击”效应也是完全有可能的，即在较大体量下做到量价齐升。

这里稍微看一看海天最近一期的财务数据。2014 上半年营收 50.27 亿元，同比增长 14.2%，归属母公司股东净利 10.95 亿元，同比增 26.8%，其中二季度营收 22.3 亿元，同比增长 15.6%，净利 4.61 亿元，同比增长 16.8%。

调味品收入增长 14.2%，其中中部与西部等非成熟地区收入增长超 20%，公司渠道下沉与细化的效果开始体现，东部与南部成熟区域收入分别增长 10.8%与 6.9%。分产品来看，酱油收入增 10.1%符合平稳增长的预期，调味酱与蚝油收入分别增长 23.0%与 25.6%，拌饭酱是重点打造的产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品，估计 2014 年单品收入将达 2 亿元。非酱油调味品业务已成为公司销售利润的新贡献点。

二季度单季毛利率为 41.4%，同比增长 2.6%，主要原料白砂糖价格下降约 14%，销售与管理费用率为 9.9%与 6.3%，同比分别降低 0.4 与 0.1 个百分点。公司已经处在稳定增长阶段，费用一直保持很低，进一步压缩空间不大。

由于公司优秀的费用控制、供应链管理、原料利用率等，上半年净利率高达 21.79%，遥遥领先同行，但也因为海天做得已经足够优秀，ROE 提升空间极其有限。

经营活动现金流净额为 1.07 亿元，同比大幅增加，主要系预付款项同比减少所致；公司实施先款后货，应收款为零，预收款和预付款均属于正常，现金流状况良好。

目前，股价对应 2014 年 PE 大约为 25 倍上方，并不是很好的买入机会。

（2）中炬高新处在行业最佳投资时期，即调味品第二阶段。销售收入从比较少到比较多（从 10 亿元到 20 亿元），产品非常丰富，有 2 种销量过亿的二线单品（除酱油外的鸡粉+复合调味品收入合计在 3 亿元，占总收入达到 25%以上）。收入增长已在部分区域实现了渠道上浮和渠道下沉并进来完成，销量增速较行业快很多。

中炬高新实施双品牌战略（厨邦定位中高端家庭消费，美味鲜定位餐饮消费和中低端家庭消费），中炬高新主攻家庭消费市场，公司 90%终端消费是家庭，餐饮渠道占比 10%，这样做是有意避开和海天的竞争——海天餐饮比例高。

财务特征出现毛利率拐点，2013 年一季度～2014 年二季度的毛利率分别为 27.51%、30.76%、33.42%、32.96、33.93、35.89。几乎每个季度都在提升。同时，伴随着品牌和渠道的推广，公司产品量价齐升，净利大幅提升，业绩弹性释放。

2014 上半年公司实现营业收入 13.3 亿元，同比增长 19.6%，净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.53 亿元，同比增长 76.96%；其中二季度单季实现营业收入 6.55 亿元，同比增长 9.54%，净利润 0.74 亿元，同比增长 53.97%。

拆分美味鲜公司，上半年实现营业收入 11.6 亿元，同比增长 20.32%，实现净利润 1.43 亿元，同比增长 47.15%。美味鲜营收增速略低于预期，毛利增长高于预期，调味品业务收入占比约 87%。中炬高新只需要看美味鲜公司即可，其他的所有业务都可以不看，并且要考虑这些业务对整体估值可能产生拖累。

中西部和北部市场仍能维持 23.52%和 34.52%的增长，而传统区域南部和东部地区实现了 18.5%和 16.5%的增速，随着规模的扩大，传统地区的增速明显放缓，未来公司营收的增长还是要看中西部和北方市场，这也意味着营收的高速成长的阶段或许即将过去，但对比海天的增速，中炬高新仍处在扩张阶段。

二季度毛利率达到 35.89%，较去年同期提升 5.63%（上半年味精、大豆和 IG 成本回落以及公司产品结构升级是毛利率改善的原因）。毛利率持续提升是公司业绩高速增长的主要原因。不过距离龙头海天味业还有很大差距，随着规模效应加强仍有提升空间。销售费用率和管理费用率分别提升了 0.5%和 0.6%。

毛利率的提升使得净利率同比提升 3.7%，上半年调味品净利率达到 12.3%，但是相对于海天 22%的水平，还有较大改善空间。所以公司未来在营收增速放缓的情况下，最大的看点是通过毛利率和净利率的提升，带动业绩的快速增长。

根据公司之前公告的规划，截至 2014 年阳西基地将会实现 5 万吨酱油产能，2014 年下半年预计能投产 3 万吨，目前总产能约 30 万吨。目前，中山基地产能已经饱和，随着产能的逐渐释放，收入增速下半年达到 25%以上或许并不是不可能。

值得注意的是，味精价格近期从 6900 元/吨上涨至 8100 元/吨，随着玉米价格的坚挺和梅花生物的停牌或进行大规模的味精行业并购整合，味精价格上涨将是大趋势。由于味精占公司总成本约 25%，下半年的利润或许有一些压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照中报趋势，股价 11 元对应 2014 年 PE30 倍，考虑未来几年净利润仍能保持平均 30%的增速，当前估值不算便宜也不算贵，继续等待更好的建仓机会。

（3）恒顺醋业、涪陵榨菜处于第一阶段后期，两者单品经营做得比较大，品牌和渠道优势已经建立，但目前第二、第三品类的支持还不够，因此短期内还无法充分享受到通过原有渠道加入走量的第二、第三品类收入带来的费用率被逐步下移的优势。

恒顺在业内的地位使得其毛利率提升空间较大，因此净利润基本可以稳中略升，但净利润提升幅度会和收入增速呈现一个相对此消彼长的过程，业绩弹性也不会非常大，但相对而言业绩弹性要高于海天。榨菜目前收入较少，但渠道已经趋于细化和完善，产品提价空间巨大，因此未来净利润率还有提升空间，业绩弹性也不小。

重点来介绍一下醋，和酱油不同，醋的周转速度更慢，因为酱油用得比较多，因此酱油的市场空间会更大一些，不过也正因如此，醋的竞争更小一些。

恒顺醋业 2013 年调味品业务首次突破 10 亿元。公司的主力色醋明星产品全年销售达到 3.8 亿元，增幅为 36%；白醋和料酒收入将近 1 亿元，同比增幅均超过 20%；高端醋收入超过 1.6 亿元，增幅超过 30%。毛利率提升到 40.50%。显示出公司大力调整产品结构、聚焦主力产品的策略较为成功；渠道的细化和调整工作顺利实施。财务费用压力有所改善但仍较沉重。财务费用率大幅下降 3.6%～8.4%，短期借款 10.65 亿元，较三季度下降 1.3 亿元（随着定向增发实施、地产负债肃清，财务费用将进一步下降）。净利率回升至 3.8%（同比大幅提升 8.8%）仍远低于 10%的行业均值。

公司 2014 年全年经营计划为：主营销售收入增长达 20%，利润增长总额达 20%。收入增长的主要来源是两个方面。①在华东地区的市场还有 2～3 倍的空间。主要的增长看点是餐饮业务和 3、4 线市场的覆盖。②新品类加速增长，同时还计划继续做大料酒、白醋、麻油、酱菜 4 大渠道共享品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类。利润增长主要是 3 个方面：①继续结构升级和提价（公司目前的毛利率较类似品类毛利率有较大差距，吨价只有海外的类似公司冠利、味滋康的 20%），提价是公司品牌力和产品力直接驱动的。②优势市场渠道下沉和渠道多品类共享促使收入增长。③随着定增完成，财务费用下降。

之前由于战略上不重视，公司对开拓市场、和经销商沟通的主动性不够，目前公司开始积极和经销商、终端进行沟通，着力改变过去粗放的渠道模式。2006～2013 年，公司广告费用投入不足千万，占营业收入的比重基本不到 1%，2013 年以来，公司开始加大广告费用，不仅在央视投放“中国醋，恒顺香”的广告，而且还规划使用 2 亿元的定向增发募集资金进行品牌建设，有望显著改善终端动销。根据终端调研情况，预计餐饮渠道消费占调味品市场的比例约 60%，而目前公司的调味品收入几乎都来自零售终端。为此，近期公司专门成立餐饮小组作为事业部来运作，预计随着餐饮渠道的拓展公司调味品主业销量将快速增长。

再看 2014 年上半年，实现收入 5.89 亿元，同比增长 6.70%；上半年归属于母公司所有者的净利润为 3 715 万元，同比增长 104.86%；扣税后同比增长 122.68%。其中，酱醋调味品合并报表实现销售 5.34 亿元，同比增长 17.78%，低于一季报 20%的收入增速，也低于公司年度 20%的目标。主要原因在于白醋和料酒产品增速有所放缓，预计两者上半年增速在 15%左右，主力黑醋产品增速稳定。公司上半年对产品平均提价约 5%，因此上半年公司整体调味品的销量增长大概只有 13%。毛利率同比小幅提升 0.7%～39.81%（其中二季度单季为 42.64%），这期间费用率由去年的 32.24%下降到 27.99%，短期负债由一季报 10 亿元大幅减少至 5 亿元，且在不断改善中。公司在做房地产以前专注醋行业，净利润率可达到 15%，目前上半年净利润率只有 8.7%（近两年新高），预计未来将会慢慢回到 15%的水准。

食醋行业集中度低，恒顺醋销量仅占醋品类 7%，假设食醋行业 2013 年的 CR5 保持 15%不变（2010 年的 CR5 就为 15%），相比 2012 年酱油行业 CR5 的 25%占有率，食醋行业的集中度有较大提升空间，目前醋和料酒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

静态看有 200 亿元的市场，恒顺只有 10 亿元的收入，预计 2015 年有望做到 18～20 亿元的收入（注：CR5 就是指行业内 5 大企业合计市场占有率）。公司作为四大名醋之首（已经有 170 多年的历史，恒顺产品先后 5 次获国际金奖、3 次蝉联国家质量金奖），品牌力较强，渠道发展仍处在初级阶段（公司目前收入 80%左右来自华东地区），未来潜力巨大。随着新领导班子上任，激励制度推出，公司发展充满活力（2014 年 6 月公告，原公司董事长尹名年离任，原总经理张玉宏担任董事长，聂旭东担任总经理，4 月公司设立年度激励基金，将高级、中级管理人员以及核心骨干员工列为激励对象，按照当年度净利润增加额的 30%的比例提取年度业绩激励基金，但不超过当年年度净利润的 10%），营销改革逐步推进（推进产品结构的调整：一方面，公司上半年对主要产品进行了提价；另一方面，公司重视高端产品的考核，消费升级下，更健康、口味更纯正的年份醋等高端产品增速较快），同时上半年增发顺利完成（5 月份完成增发：不低于 11.64 的股价，募资 3.8 亿元用于"10 万吨高端醋产品灌装生产线建设项目"、2 亿元用于"品牌建设项目"），未来地产业务将会继续剥离，看好公司做大主营，扩展渠道，拓展新品类（目前公司有 4～5 个 0.5 亿～1 亿元的单品，如"恒顺"系列酱腌菜、料酒等，通过渠道的深耕培养到 2～3 亿元预计比较容易），未来值得期待。

从估值上看，公司经过管理层换人、经营方针改变、业绩拐点出现、定增保价因素，股价已经大幅上涨，假设公司 2014 年实现调味品收入 20%的计划，保守估计 2014 年的净利润增速在 100%左右，考虑增发融资 7.7 亿元摊薄的影响，2014 年 PE 已经在 60 倍附近，2015 年、2016 年即便乐观给出 30%的增速，那么估值仍不具备吸引力（45X 倍，34X 倍）。目前只能跟踪。

9.3 国投电力

优秀的蓝筹股中当然也有满足"三好"条件的股票。特别是在 2010 年后的中国 A 股，蓝筹股因市场的偏好而被抛弃，很多高成长低估值的蓝筹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股被错杀，出现了非常好的投资机会。国投电力就是一个非常典型的案例。

9.3.1 好生意之护城河

首先要明确一点：雅砻江水电开发公司（原二滩公司），是雅砻江流域梯级水电站近 3000 万千瓦规模的开发主体，也是国投电力（600886）和川投能源（600674）的核心资产，目前，国投电力和川投能源分别持有其股权 52%和 48%。所以，对国投电力的分析首先要从雅砻江的分析做起。

第一，天然的壁垒。

水电行业是大自然给予的馈赠，雅砻江和长江这样的得天独厚的地理环境培养出了具有天然垄断壁垒的优质水电企业，这是其他人完全无法复制的行业壁垒。

第二，确定的“利润”。

对于一个已经全部建成的优质水电站来说，发电量基本是稳定的（雅砻江流量稳定，这几年也不用担心电网消纳的问题），同时水电的上网电价也是稳定的，实际上中国的水电电价一直处在很低状态（水电用来补贴新能源），未来只有上升的可能。

第三，不断降低的成本。

虽然水电站初期投入会伴随着高负债，但一旦建成后就会源源不断地产生现金流，债务会不断地缩减，高额的财务费用也会越来越低。随着时间的推移，水电站终有一天会还清所有债务。除了债务的利息支出外，水电站每年对利润影响最大因素就是折旧。目前，大坝的折旧标准平均是按照 40 年的标准进行的，但实际上大坝的使用年限远超 40 年，按照国际其他大型水坝的经验，使用 100 年甚至 200 年都是没有问题的，三峡和雅砻江大坝均是按照百年以上的标准建造的。此外，水电站其他的成本非常低，每年的管理费用、薪资、销售费用支出很少，三项费用相较于收入几乎可以忽略。最后，水电站的固定资产到期更新需要的再投入也是极小的，维护费用可以忽略不计，水电本身就是大自然的馈赠，机组维护和人员的费用非常低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，水电毫无疑问是一本万利的好生意，优质的水电公司长期来看就是一个极少费用支出、源源不断产生现金的公司，投资的确定性非常大。

9.3.2 好公司

1．独有开发权

雅砻江整体流域拥有 3 000 万千瓦清洁水能，可开发规模仅次于金沙江干流和长江上游基地。国投电力拥有雅砻江水电开发公司（原二滩公司）52%的股份。而二滩公司是雅砻江唯一的开发主体，这种独家拥有整个流域开发权的现象，在中国极为少见。

2．竞争力强

（1）电价高。雅砻江下游锦官电源组，通过锦苏特高压送电江苏，电价按照售电地区倒退法核准，因此，电价水平要远高于四川当地水电标杆电价（0.288 元/千瓦时），具有较强的电价优势。2012 年 12 月，发改委对锦屏一级、锦屏二级、官地水电站批复如下。上网电价：锦屏一级、锦屏二级、官地梯级水电站统一送江苏省、重庆市和四川省的上网电价为平均每千瓦时 0.320 3 元（含税）。结算方式：与国家电网公司分别在锦屏一级、锦屏二级、官地梯级水电站上网侧关口统一按每千瓦时 0.320 3 元结算上网电价。

（2）造价低。雅砻江流域梯级电站经过近 40 年的勘探和规划，电站选址地质条件好，根据各项目可研概算，以上四个电站总投资共 750 亿元，单位千瓦投资约 6 568 元，在大型水电建设中处于较低水平。此外，现阶段，制约我国水电开发进程最为突出的问题就是移民安置问题，而雅砻江流域由于地处险峻地带，居住人口少，淹没耕地面积少，每万千瓦迁移人口和淹没耕地约为全国平均水平的 5%，远低于三峡百万移民，对工程投资和工期影响极小，从而避免了大量社会问题，产生了良好的社会效益。

（3）送出有保障。锦屏一级、二级以及官地电站投产后，主要参与中部通道的西电东送，远距离、大容量送电华东电网，按照国家有关部门的要求，向华东送电 640 万千瓦、四川 240 万千瓦、重庆 200 万千瓦。华东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地区经济发达，电价水平高，同时又严重缺能，电力需求旺盛，市场风险小，公司电站送出有保障，具有较强的竞争力。

（4）雅砻江各水电站的调节能力强。雅砻江中下游河段，拥有两河口、锦屏一级和二滩 3 座大型调节性水库，调节库容分别为 65.6、49.1 和 33.7 亿立方米，三大水库建成后可使中下游全部梯级水电站群实现多年调节，提高枯水期的出力和发电量，从而充分发挥水库群梯级效应，彻底改善四川省以径流式电站为主的电源结构。

3. 优秀的管理层

长期跟踪国投电力就会知道，企业非常规范与透明，公司有一个优秀的管理团队，这几年不断地剥离垃圾火电资产，做强水电资源。

4. 财务数据

公司 2013 年资本结构得到改善，负债率下行 3.6 个百分点至 78.9%。现金流 2013 实现基本平衡，终于告别了多年入不敷出的局面（基本排除二级市场再融资的可能）。

具体来看 2013 年和 2014 年上半年的两期财务数据。

2013 年公司完成发电量 930.69 亿千瓦时，上网电量 899.81 亿千瓦时，同比分别增长了 30.32%、30.96%。营业收入 283.4 亿元，同比增长 18.7%，净利润为 33.05 亿元，同比增长 213.6%，EPS 为 0.49 元，毛利率升 15.2 个百分点至 40.5%。从单季来看，4 季度合并口径发电量环比下降 3.9%，营业收入下降 4.4%，毛利率下降 3.5 个百分点至 42.2%，净利润下降 35.4%，单季 EPS 为 0.12 元。

公司盈利大幅增长的主要原因是新机组投产规模达到 603 万千瓦，其中雅砻江贡献 540 万新增装机；火电机组 2013 年全年标煤单价 603.37 元/吨（不含税），同比降低 20.77%，平均煤炭成本同比显著下降。

兼顾大朝山及小三峡预计贡献公司 EPS 合计约 0.06 元，水电业务合计贡献公司 EPS 约 0.32 元，占比约 65%。标煤价格同比下降 20.8%至 603.4 元/吨，加之伊犁、盘江等新机组投产，推动火电企业盈利大幅增长 79.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，随着雅砻江水电陆续投产，公司装机结构持续优化。目前，公司已投产装机中水电首次超过火电，清洁能源占比已显著过半，水火电贡献利润占比为 6.5:3.5。

2014 上半年公司累计完成发电量 468.46 亿千瓦时，同比增长 24.6%。实现营业收入 146.22 亿元，同比增长 20.16%；实现归属净利 20.16 亿元，同比增长 75.24%。上半年公司毛利率和净利率分别达 44.6%和 23.5%，同比分别上升 8.7 和 6.6 个百分点。

火电方面：火电机组发电量 211.43 亿千瓦时，同比增幅 9%，因为火电发电标煤单价同比下降 10.9%，因此火电利润大增。火电企业设备利用小时 2 401 小时，同比提高 206 小时，高于全国平均利用小时 26 小时。未来新增产能：国投北疆（2×1 000MW）、钦州二期（2×1 000MW）、宣城二期（1×600MW）获得核准，湄洲湾二期（2×1 000MW）获准开展前期。北疆上半年同比发电增长 6.72%，但是天津地区营业收入增加 8.09%。2013 年 9 月份调电价理应营收增速低于发电量增速，但现在是营收反而增加更多。所能猜想到的是，北疆的海水淡化销路有较大起色，同时，还发现北疆的长期借款减少了 9 亿元。

火电电价 8 月份正式调整：此次上网电价调整后，按照公司控股燃煤发电企业 9～12 月份预计上网电量加权平均计算，预计公司控股燃煤发电企业平均上网电价将降低 0.0059 元/千瓦时。假设煤炭价格不变，那么此次电价下调带来的利润损失相对于明年国投净利润影响不超过 2%。

水电方面：水电机组发电量 250.77 亿千瓦时，同比增幅 41.8%，水电企业设备利用小时 1 950 小时，同比降低 96 小时，高于全国平均利用小时 520 小时。上半年雅砻江水电新增装机 180 万千瓦，总装机达到 1 230 万千瓦，2013 年投产机组在 2014 年上半年全面发挥效益，进入汛期以来，雅砻江雨水持续偏好，7 月锦官电源组上网电量达 64.7 亿千万时，此外，云南丰枯电价政策，大朝山电站平均上网电价提升也贡献了利润。未来新增机组：雅砻江中游的两河口（6×500MW）、牙根一级（4×65MW）、牙根二级（4×270MW）、孟底沟（4×600MW）、卡拉（4×245MW）等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已取得路条。

这里特别要强调，雅砻江雨水丰沛，锦屏一级已提前完成蓄水至正常蓄水位，49 亿立方米的调节库容，将增加雅砻江下游各梯级电 70 亿千瓦时电量，给枯水期增加巨额利润。

新能源方面：哈密风电基地二期烟墩八 A 风电场 20 万千瓦项目获得核准。

资产运作方面：公司加快剥离不良资产。上半年出售了国投曲靖发电（4×30 万千瓦）55.4%股权和国投张家口风电项目（67×0.15 万千瓦）100%的股权，获得处置收益 1.36 亿元，同时公司完成了湄州湾一期（2×39.3 万千瓦）51%股权的收购，湄洲湾一期全部股权净资产评估值为 141 288.06 万元，51%股权对应的净资产评估值为 72 057 万元，国投的收购价款为 69 400 万元。此次收购将有助于公司落实三大沿海火电基地之一福建火电建设，优化电源布局，具有长远战略价值，有利于公司发展及全体股东利益。

财务质量：上半年公司期间费用率达 21.4%，同比上升 3 个百分点，主要是由于财务费用率上升 3.4 个百分点所致，财务费用的增加与雅砻江新增水电机组投产后利息停止资本化计入当期费用有关，目前公司资产负债率达 78.9%，同比略下降近 2 个百分点。

9.3.3 好价格之国投估值分析

前提：站在 2013 年的时间点对国投电力进行估值分析。

首先对雅砻江进行估值。

- 如果采用 PE 法评估。雅砻江公司下游各电站全部机组投产后，在正常情况下，每年净利润约为 55 亿元，考虑下游各电站联合优化调度后，净利润有望达到 70 亿元。A 股水电类电力上市公司平均 PE 为 11 倍，则下游各电站对应总市值为 605 亿～770 亿元，再加上雅砻江后续项目开发权市值 60 亿元，则雅砻江公司总市值为 665 亿～830 亿元（增值税返还政策执行后，预计将增加市值约 170 亿元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 如果采用 PB 法评估。2015 年，雅砻江下游各电站全部机组投产后，按照各电站造价的 20%作为净资产，则公司净资产约为 262 亿元，参考目前 A 股水电类 PB 水平以及雅砻江低造价的特点，按照 2 倍 PB 估值，则雅砻江下游各电站对应总市值约为 524 亿元，加上后续项目开发权市值，则雅砻江公司总市值约为 584 亿元。
- 如果采用对照法评估。参考水电龙头长江电力权益装机容量 2 357 万千瓦，这两年长电的最低市值也有 1 000 亿元左右，折合单位千瓦装机 4 242 元；则 2015 年二滩公司下游各电站对应总市值约为 624 亿元，加上后续项目开发权市值，则雅砻江公司总市值约为 684 亿元。

综合以上三种方法，预计在 2015 年，下游全部机组投产后，雅砻江公司总市值平均约为 690 亿元，按照 8%的折现率，折至 2013 年（我买入时）约为 600 亿元市值。据此，雅砻江公司归属国投、川投的市值约 312 亿元、288 亿元。而 2013 年我买入国投电力时，国投的市值只有 260 亿元，要知道国投除了雅砻江水电资产，还有其他水电资产和很多的火电资产。

除了雅砻江外，国投还有大朝山、小三峡等优质资产。近两年，大朝山、小三峡盈利稳定，年归属净利润共 4.2 亿元，按照 11 倍 PE 估算，市值约 46 亿元。

而火电资产近两年受益于燃料成本的回落，此部分业绩大幅提升，2013 年归属净利润达到 12 亿多元（即便考虑电价下调、经济下滑导致利用小时数下滑等因素，火电利润大概率在 2014～2015 年也能维持或小幅下滑），按照 8 倍 PE 或 1 倍 PB 给火电资产估值，公司火电资产市值约 96 亿元。

此外，国投还有少量新能源资产，包括风电、光伏等，装机规模约 60 万千瓦。年发电量约 10 亿千瓦时，新能源业务年净利润约 1 亿元。按照新能源板块 20 倍 PE 估值，公司新能源资产市值约 20 亿元。

那么，国投电力的合理估值应该是 312+46+96+20=474 亿元。即便是不考虑公司业绩超预期成长、不考虑增值税返还、不考虑火电资产的转让，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2013 年年中我重仓买入国投电力时，其股价不过在 3.5 元附近，总市值 250 亿多不到，严重低估。市场对于一个三年复合增长率超过 60%（估算）的高确定性优质好公司，给出非常低的估值：6 倍多 PE、1 倍 PB，假如有人能够全部买入国投电力，凭着国投产生的现金流，除掉费用和折旧后，5～6 年就可以收回成本，到时候国投电力仍能源源不断地产生 50 亿的现金流，面对这样一笔投资，重仓买入还需要什么犹豫的？

低估的原因是市场当时对电力大蓝筹抱有严重的偏见（当时市场钟爱小盘新兴产业的炒作）。当然不得不感谢市场的“偏见”，才能让我有机会能以如此低的价格买入这样一个“三好”公司。

最后多说几句。2014 年年末，公司股价大幅上涨 3 倍至 10 元上方，创下历史新高。从估值的角度已经达到我个人的目标价，本人不得不遵循自己的投资体系开始减仓，但告别这样一个优秀的标的，是非常遗憾的一件事。我多么希望它一直在 3 元多的价格，或者涨得慢一些，这样我就可以一直持续不断地加仓了。因为未来有持续不断的现金流，而符合“三好公司”标准的企业涨一个则少一个。

9.3.4 未来：雅砻江黄金十年开启

第一，剩余开发价值。根据水规总院规划，雅砻江干流分上中下游三段开发，总装机容量约 3 000 万千瓦，雅砻江水电公司计划在 2025 年前分三个阶段完成雅砻江整体开发。目前，雅砻江梯级水电开发仅完成了约 1/3 的进程，雅砻江下游各在建电站尚处于集中投产期，中上游的开发也已经拉开了大幕。雅砻江装机高速增长的黄金十年正式开启！

第二，财政部下达通知，为支持水电行业发展，给大型水电企业以增值税优惠政策：对其增值税实际税负超过 12%的部分实行即征即退政策。上半年国投水电收到增值税返还 1.46 亿元（云南、四川地区的增值税返还细则 6 月份才逐渐明朗）。其中，国投大朝山 2013 年和 2014 年累计退税约 2 亿元，公司所得权益 2014 年约 1 亿元；雅砻江 2013 和 2014 年累计退税约 11.8 亿元，预计 2014 年公司所得权益 5 亿元，2015 和 2016

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年则分别受益 7 亿元和 3.5 亿元，未来国家将会继续支持清洁能源水电的发展。

9.4 选择大蓝筹还是选择小公司

本书上半篇一直在探讨成长投资、价值投资、趋势投资三者的本质。最后得出的结论是：不论是价值投资派、成长投资派还是趋势投资派中的伟大投资者，他们的投资理念都是异曲同工的，他们投资能够成功的原因无不例外是因为他们都拥有：**宏观行业的分析能力（好生意），微观企业的剖析能力（好企业），自我情绪的控制能力、市场情绪的理解能力、资金偏好的把握能力（好价格）**。成功的投资来来去去不过 9 个字：好生意、好公司、好价格。所以，投资稳增长的大蓝筹也好，高成长的小公司也好，甚至是趋势投资/投机也好，只要是一笔成功靠谱的投资，本质上都是"价值投资"（有价值的投资）。

这里对这个观点进行一下补充。我认为，成功投资更大的概率是源于投资高成长优质的小公司，主要是因为满足"三好"条件的股票更多的是来自成长小公司。所以，大部分职业投资者在大部分职业生涯里都应该追求成长小公司。所以，本章所列举的几个"三好"案例大多数都是来自小公司。

9.4.1 我对投资蓝筹股和小盘股的不同逻辑

接下来将具体展开来谈一谈我对投资大盘蓝筹股和小盘成长股的不同逻辑。

大蓝筹多数情况下不符合好生意的条件（行业的空间有限增长、增速很慢），并且因为大蓝筹多数是国企，而国企往往不符合好公司的要求（少部分可以期待拐点），所以大部分情况下投资大蓝筹一定要重视好价格，只在价格足够便宜时才具有投资的价值，而一旦估值修复完毕或出现泡沫时，则不是很好的投资对象。

举个例子，假设你是一个只买大蓝筹的"价值投资"者，你 5 年前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用合理的估值 5 元的价格买了建行（假定估值合理），然后建行也如你所愿，一直保持很好的业绩，但估值越来越低，股价持续萎靡，直到 5 年后才经历了一波估值修复行情上涨到 7 元。你用了 5 年获得了 40%的利润，平均每年 8%，满意吗？肯定不满意，那么继续持有，假设建行未来 2 年内继续上涨 40%至 10 元，股价已经到了 2007 年的高度，PB 也超过了 2，这时，估值不说泡沫，至少也是合理的。这也就意味着你用 7 年的时间换来了 100%的收益，平均每年 14.3%，满意吗？可能加上分红的话，有的人会满意。

但接下来问题就来了，既然连建行都已经超过了 2007 年的高点，那么想必这时候指数已经超过 6 000 点，此时怎么办？你会继续持有你认为估值合理且未来利润还会继续保持增长的建行呢？还是会清仓离开股市，等待几年后的抄底呢？如果是前者，大概率市场又会开始一个新的轮回，建行的股价在接下来一轮熊市中可能跌去一半，你的资产也开始了新的轮回（别反驳说市场只涨不跌，建行只涨不跌）；如果是后者，那么你的年化收益会进一步缩小。

要知道在中国，大部分低估值的蓝筹股都是以周期行业为主的国企，大多数情况下，这些周期蓝筹股的估值和股价都是随着市场或经济周期波动的，虽然下一个周期出现时，公司的资产在增长，但这种增长多是建立在不断圈钱，不断价值毁灭的基础上的（投入资本回报率低于利率和通胀），这也就不难理解为什么蓝筹股那么多年都无法突破 6 000 点的高点，因为打破上一个周期高点的条件几乎不会再现，旧经济不可能回到 2007 年那样的增速，而市场在扩容和各种衍生品下，也不可能像 2007 年那样疯狂（当然上证指数落后的编制也是重要原因）。即便考虑极端情况出现，大蓝筹又能回到 6 000 点的高点，但那又怎样呢？不过是开始新的一次轮回罢了。大蓝筹的股价就在不断地顶底轮回中蹉跎了投资者的一生。

此外，对于一些弱周期的蓝筹来说，大多数时候也是没有投资价值的。就拿国外成熟市场的蓝筹股举例（对应国内部分蓝筹的未来），这些蓝筹股大部分都是围绕着估值中枢做小幅波动，因为衍生品市场非常发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达，蓝筹股的成交量可以很高但波动率却非常低，除非出现2008年这种股灾的极端情况，不然都不会有很好的买点。你现在买入可口可乐难道还会期待他带给你很高的投资回报吗？最终此类蓝筹股（即便很优质）因为发展天花板的问题，股价只会小幅攀升，或用高分红来给予投资者较低的回报。

所以，对于大多数增长空间有限不满足好生意的蓝筹股而言，精确的择时（抓住“好价格”出现时，市场情绪、人性、资金的拐点）才是最重要的，择股则显得不那么重要。比如在2013～2014年间，市场对蓝筹股极度厌恶的时候，你要是抓住人性的弱点，逆向投资买入0.8倍PB以下的银行股（不管什么银行），然后耐心等待。接着一年之内就迎来了一波50%～100%的估值修复行情，那么这才是一笔成功的投资。如果你在5年前以合理的估值买入银行（不管什么银行），那么这显然不是一笔很好的投资。

当然也有极少部分蓝筹股或行业仍然有很好的发展空间，或公司仍有继续高成长的能力，但这样的公司出现的概率太低，甚至远比小盘股中出现优秀公司的概率还要低，比如上文提到的国投电力，公司的水电业务因雅砻江而爆发，成为一只极高确定性的高成长蓝筹股。同时，因身处电力这个夕阳行业，公司前两年不断地被市场抛弃，估值压得非常低，好价格出现（可惜现在估值已经回到合理区间，不再是绝佳的投资机会，这样的股票出现的概率极低）。

9.4.2 小市值公司更容易符合好生意和好公司特征

小市值的公司（民企）更容易符合“好生意和好公司”的要求。虽然在A股当前的偏好下，优秀的小盘股出现了极高的溢价，但即便在远偏离“好价格”的情况下，优质小公司最终依然能靠优秀的成长来熨平价格上的高估。所以，只要你能选到处在高成长初期的优秀公司，就算你不会择时也无大碍，即便在高位买入被套也只是一时的，因为优秀的小树苗一定会成长为参天大树。这也就不难理解，为什么在2012年小盘股和主板最萎靡的时候，仍有数百只股票远超6 000点的高点，且再也不可能回不到以前的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想一想十多年前的苏宁、格力、双鹭等（当时它们也算是优质小盘股），不管你在当时是用多么离谱的泡沫价格买入，也不管 10 年后你用多么低的估值卖出（市场因为偏见和恐慌把它们的估值打到很低），这十年来这些股票仍然给你带来了惊人的回报（更别说市场恐慌时买入，高估时卖出）。这是蓝筹股不可能做到的（现在的建行、茅台没有可能再高成长了，他们不再具备穿越牛熊的能力）。

当然，就像苏宁、双鹭这样是百里挑一的一样，现在小盘股中的优秀公司也只有以极低的概率最终成为参天大树（虽然前者是消费医药行业，后者更多的是新兴产业，但本质上好公司出现的概率是一样的）。

9.4.3 蓝筹股和小盘股的投资要点

综上，可以得出投资蓝筹和小盘股的要点分别是：投资蓝筹股的关键是要抓住市场情绪和资金的拐点，低估不一定是好的买点（时间成本），精确的择时才是最重要的；而小公司更注重基本面的分析（找到好生意、好公司）。

所以，是投资蓝筹股更好还是投资成长小公司更好这个问题就简化到：是精确的择时更好把握还是基本面分析更好把握？

我个人的答案非常明确：显然是基本面更好把握，特别是对于专业的投资者来说更是如此（我的偶像彼得·林奇先生就很好地诠释了如何投资身边的成长股，我的投资体系大部分也是建立在彼得·林奇的思想上的）。

当然我并不是否认蓝筹股的择时没意义，更不是强调成长股不需要择时，恰恰相反，我认为“好价格”（择时）是我投资体系中最重要的。只是因为择时太难了，所以我相对“轻视”成长股的择时和大蓝筹的投资（退一步说，在两者同样需要择时的前提下，没道理不把精力放在基本面把握更大的成长股上，在两者同样具有泡沫的前提下，就更没有理由不买前景更好的小公司泡沫而去买大蓝筹的泡沫了）。

至于精确地择时为什么那么难这个问题，在第七章也解释过：把握市场的人性、控制自我情绪，看透市场运行的本质，抓住情绪拐点的这种能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力是不可能量化成某个指标的，所以一般人很难习得择时的能力，甚至极端一点说，这种能力根本无法在后天通过学习得到。

最后我的结论是：投资大蓝筹想要取得超额收益必须在极端情况出现时，利用市场的恐慌买入低估的股票，而大部分时间里大蓝筹很难获得很高的投资回报。另外，大蓝筹更适合普通的投资者（追求跑过指数的投资者），因为大蓝筹公司所处的行业往往在成熟稳定的发展阶段，对于没有深入研究能力的普通投资者来说，他们的基本面好解读一些；而投资成长小公司，更适合有天赋+勤奋的专业投资者（想要取得20%以上年化收益的投资者）。当然，想要在小公司里找到 tenbagger，难度远大于蓝筹股的投资，必须要付出十倍的努力（就像彼得·林奇一样努力），必须对生意模式，企业发展有深刻的洞察力，显然这对于普通的投资者而言难度太高，投资的回报率或许远不如大蓝筹，这也是为什么我把重心放在成长型公司投资的投资者定义为**“进取的职业投资者”**的原因。当然，最后一定要记住，小公司和大蓝筹的择时都非常重要的（小公司相比大蓝筹更次要一些）。

我个人对大盘蓝筹股和小盘成长股的关注比例大概是：蓝筹 30%±10%，小盘 70%±10%。在择时判断“好价格”同样困难的情况下，我一定会选择成长小公司的投资，毕竟它能用高成长弥补高估值，而蓝筹股做不到（除非在极端情况，比如 2013～2014 年的 A 股蓝筹股就是极端情况，所以我当时也无奈重仓了大蓝筹），并且我也相信自己足够努力和拥有一定的天赋，应该要有追求更高的回报的动力。最后，我对大蓝筹和小公司的投资理念不论是在 A 股还是在其他市场，都是一样的。

当然，蓝筹股并不等于价值投资，很多时候“价值”投资可以是“成长”投资，甚至是“趋势”投资。反之，“成长”投资、“趋势”投资很多时候也可以是“价值”投资，因为一笔好的投资（满足三好条件）是不分派别的，本质上都是有价值的投资。而我坚信有价值投资更多的来自高成长优秀的小公司中。

以上仅是我个人的看法，我选择投资高成长小市值公司的路并不一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是对的（特别是在A股当前的体制和市场偏好下，小盘股泡沫明显），而喜欢低风险高分红投资稳定增长蓝筹股的人也并不就是错的（虽然我认为现在投资蓝筹股A股也不是最好的选择）。

有不少人会问我，在投资成长型公司的时候，经常会陷入“固守价值”而错失成长股市场溢价的情况。比如，我“三好理念”中的买入要求可能根本达不到，在A股一些优质成长公司一直都非常贵，如果你选择等待，他可能会越来越贵。

对此，我只能说，事实上我对一些优质成长股经常给予很高的溢价（当然不排除有时候确实会错失）。但依然会出现错过的情况，这是因为A股有很多优质的企业即便给最乐观的预期和估值，我认为他们依然严重高估，且因为A股市场现存的极高特殊风险偏好导致了他们在高估的情况下能继续上涨。但我坚信这种极端的特殊风险只是在特殊市场体制和环境下存在的短期现象（不可持续）。所以，虽然我远离泡沫后，他们依然继续大涨，但这并不是因为我任性的“坚守价值”而错失机会。如果相信常识等于错失机会，那么到底要怎样定义“坚守价值”？我会一直选择坚守自己的投资理念，远离这些泡沫。

本书中，我并没有详细谈我“三好”理念中的估值定价模型，不过从本章的个股分析中大家应该也能感受到我对成长股的要求，大概是PEG<1，并从行业空间、市占率、市值角度去分析公司是否便宜；而对价值股的要求主要看PE、PB、DCF等传统估值模型的贵贱标准，当然这些都是以企业动态发展的眼光来看。这里我以PE为例，来谈谈我的标准。

对于一个未来5年能保持30%增速的公司，我能接受的是40倍PE(即2年的成长溢价)。假设公司现在股价为40元，EPS=1，随后三年股价不涨，公司三年后的EPS=2.197，对应PE为18倍，假设我的投资预期是每年20%回报，意味着公司股价每年上涨20%，那么公司3年后股价69.12元，EPS为2.197，对应PE是31.5倍。因此，在20%的预期投资回报和公司保持30%增速的情况下，给公司目前40倍PE(对应未来两年后32倍PE)，是合理的成长溢价。但如果公司现在的估值极高（比如创业板的大部分股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票），假设 PE 高达 100 倍、PB 高达 10 倍，甚至市值超同行业国际龙头……那么我就会坚持我的“价值观”远离该股。100 倍的 PE 意味着什么？意味着即便假设公司的股价 3 年不涨，公司 3 年后的 PE 也高达 45.5 倍，5 年后 PE 为 27 倍，这意味着即便公司能保持连续高速成长 5 年，在最乐观的预期下，公司现在的股价也至少透支了未来 5 年的成长空间，而一旦公司在这期间业绩不及预期（5 年后还能保持 30%的增速是小概率事件），或股价短期继续上涨，则公司透支未来的时间就更长，公司的股价在某一天出现大幅暴跌也不足为奇。

附录：A 股各细分行业龙头“隐形冠军&沙漠之花”公司一览

注意：①排名不分先后；②此份资料本人于 2012 年年初整理，其中很多公司或大幅上涨，或已成为显性冠军，或主营业务已经发生改变；③部分资料较为落后，欢迎读者补充。

1．中小、创业板

（1）恩华药业：国内中枢神经药龙头，在麻醉、精神和神经三领域有较高的核心竞争力。我国中枢神经市场空间巨大。我国医院由于精神及神经疾病治疗水平尚不发达，许多精神疾病如焦虑症、抑郁症等长期得不到重视，病人就医比例低，因此相关药品消费量相比国外来讲较低，但随着国人生活水平不断提高，对疾病的重视程度越来越高，未来空间巨大。该行业壁垒非常高，准入企业并不多，恩华药业可以说是当之无愧的细分行业龙头。同时在麻醉领域中可比公司为人福医药，双方产品各有不同。

（2）数字政通：国内数字化城市管理领域龙头，中国城镇化进程后期智慧城市概念的市场空间极大，另外智慧城市也看好银江股份、易华录等。

（3）兆日科技：国内票据防伪业龙头，引领金融等高端领域的信息防伪。公司的电子支付密码器系统涵盖了密码算法、芯片设计、系统建设和终端的全产业链，长期以来已经成为金融等高端防伪的领导者。特别是作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为金融票据防伪芯片的唯一供应商，更彰显其产业链中稳固的核心地位，而公司的防克隆技术未来在商业领域的应用或成就其新的蓝海。

（4）中科金财：国内票据 ATM 行业龙头。票据 ATM 目前市场正处于起步阶段，每台票据 ATM 毛利率能达到 50%～60%，全国票据 ATM 市场规模可达 400 亿元。而移动支付业务是公司未来最值得期待的，其远程支付是 A 股市场的唯一品种。

（5）机器人：国内工业机器人产业先驱，背靠中国科学院沈阳自动化研究所，中国先进制造业中当之无愧的技术领先者。

（6）红日药业：血必净注射液和中药配方颗粒产品垄断细分市场，双轮驱动。

（7）华谊兄弟：国内电影行业龙头企业。消费升级，朝阳行业。

（8）宝通带业：国内耐高温输送带市场领导者。广泛运用于采掘、能源、交通、冶金、机械、物流等多个领域。煤炭业是输送带需求量最大的行业，上述五大行业的输送带需求量之和占输送带总需求量的比例约为 90%。中国已经成为全球最大的输送带生产和需求国，其输送带产量和需求量占全球输送带产量和需求量的比例均为 1/3 左右。

（9）回天胶业：国内工程胶粘剂行业龙头企业。主要从事化工新材料，即各类高端工程胶粘剂，产品涵盖了高性能有机硅胶。主要应用于汽车制造及维修、电子电器、机械制造、脱硫环保等传统领域以及风力发电设备制造、太阳能电池板制造和采用新铺设技术的高速铁路建设、动车组高速车厢组装等新兴应用领域。新兴产业这一项，值得关注。

（10）星辉车模：国内车模行业龙头企业，产品包括车模、玩具车和其他玩具三大类，目前车模业务的营业收入占比和毛利贡献均超过了 80%。公司目前重点发展普及型动态车模，且已经获得 21 个世界知名汽车品牌的 190 款车模生产的授权证书，现在正在积极地拓展海外市场中。别小看了小小的模型，细分行业中寡头垄断，可能这就是下一个牛股。

（11）山东威达：国内钻夹头领军企业。公司是我国机床附件制造业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唯一一家上市公司，是国内最大的钻夹头专业生产厂家，也是世界级的钻夹头霸主之一。占据世界钻夹头市场份额 35%，在国内市场占有率达 60%，已基本垄断了国内的高端钻夹头出口市场，是实实在在的世界钻头业霸主。

（12）海兰信：国内最大的 VDR 制造企业。主营航海电子设备。目前，公司的主要客户有国内大型航运集团，包括中远集团、中海集团；国内大型石油集团，包括中海油、中石油等；国内大型船厂，包括黄埔船厂、渤海重工船厂等；政府部门，包括国家海事局等；国际航运企业，包括台塑集团、地中海海运公司（MSC）等；公司还是中国海军的合格供应商之一。

（13）碧水源：国内污水处理领先企业，短期受到环保政策影响快速上涨，估值偏高，由于发展基于 BT 模式（垫资），所以未来关注现金流再融资的情况，对是否高成长具有很大影响。2012 年中建仓后大幅上涨，看好逻辑详见群内研报分析。

（14）康得新：国内预涂膜行业领先者。预涂膜——符合环保导向：预涂膜产品主要应用于出版物印刷、各类产品包装物、数码快印、卡证、防伪覆膜、海报、商业广告等领域。根据国家新闻出版广电总局、国家发改委出台的相关政策，溶剂型即涂技术无法满足环保要求，将被强制淘汰，预涂技术对溶剂型即涂技术的替代进程已经启动。现国内预涂膜占覆膜市场的比重为 10%，而美国为 95%，欧洲为 65%，日本为 70%。

（15）欧菲光：国内领先的精密光电薄膜元器件制造商。典型的拐点公司，2012 年困境反转。

（16）美亚柏科：国内电子取证第一股，蓝海市场，短期看公司这两年高速成长，不过 2013 年营销成本过高，导致股价出现大跌。看点在于美亚柏科的电子取证产品的推广，美亚的存证宝近期正式登陆 APP 商店，可以说是通话录音神器，录音的原理是通过美亚柏科的云端服务器拨号，并且记录在云端，这种第三方的录音储存是可以作为直接的证据的（如果是个人的录音，很有可能怀疑是否后期制作），对打官司帮助非常大。当然除了录音，还有网页，图片，信息等取证，目前已经有依靠美亚柏科的工具打官司成功的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（17）东方雨虹：国内防水材料龙头。公司是建筑防水材料细分行业龙头。公司是一家从北京走向全国的建筑防水材料行业龙头企业，无论是从收入规模还是研发能力都居于行业首位。公司 2005～2007 年连续三年排名中国建筑防水材料行业销售第一名，市场占有率分别为 1.15%、1.76%、2.49%，呈逐年递升趋势。

（18）汉威电子：国内气体传感器领先企业。公司拥有从气体传感器气体检测仪器仪表气体检测控制系统的完整产业链，是国内唯一一家拥有电化学与红外光学检测技术储备的本土企业，在民用类气体检测仪器与气体传感器的市占率均为全国第一。

（19）新北洋：国内特种打印机细分行业龙头。在某些细分领域，已取得较大优势。公司是中国铁路系统最大的客票打印机供应商（公司被指定为国家高速铁路和城际铁路专用磁编码客票打印机唯一供应商），市场份额超过 60%，是中国铁路行包公司唯一的标签打印机供应商；还是中国邮政系统条码/标签打印机的第一供应商，国内市场份额超过 90%。公司在全国专用打印机市场占有率达到 8%，仅落后于国外 EPSON、ZEBRA 等国际知名企业。

（20）爱尔眼科：民营眼科医院连锁企业，眼科和牙科（通策医疗）都是蓝海市场，中国的眼科和牙科市场才刚起步。

（21）网宿科技：国内领先的互联网解决方案供应商。公司在 CDN 业务上技术领先，采用 CDN 的互联网客户网站可访问率从 90%提高到 99%，高出行业 1～2 个百分点；访问速度从 10 秒提高到 1 秒，优于行业平均 20%。在寡头垄断的 CDN 市场，公司目前拥有 88 个 CDN 加速节点，目前市场占有率超过蓝汛，位居行业第一（蓝讯美股上市）。

（22）伟星股份：世界最大的纽扣生产企业。公司连续 16 年成为世界第一，目前拥有以香港、澳洲为核心，辐射世界五大洲的国际性专业客商 200 多家，产品出口收入占其总收入的 18%，同时，在国内中高档市场占据 15%～20%的份额，位居首位。2006 年 7 月，公司 IPO 四项辅料技改项目全部投产，初步形成 60 亿粒纽扣、1 亿米拉链的生产能力，综合实力位居

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内首位。拉链和人造水晶钻已成为公司新的利润增长点。

（23）传化股份：国内纺织印染助剂龙头企业公司在国内纺织助剂市场拥有 10%左右的市场占有率，作为该行业的龙头企业之一，无论是生产能力、技术水平，还是销售收入、利润规模均处领先地位，具有明显的规模和品牌优势。

（24）长荣股份：国内最大的印后产品，做烟草为主（化妆品、药品）印后设备，目前正在向全球扩展业务，半年报显示其出口业务超过预期。同时公司出资成立天津绿动能源科技有限公司，致力于纸电池技术的生产和发展。

（25）中材科技：国内特种纤维复合材料行业龙头企业。公司既是我国特种纤维复合材料行业技术装备研发中心，也是我国国防工业最大特种纤维复合材料配套研制基地。产品主要应用于航空航天、国防军工、能源交通、资源环境等几大领域。公司高强玻纤及制品国内市场占有率达到 90%以上，其中 AGM 隔板国内市场占有率在 18%左右，排名全国第一。

（26）劲嘉股份：国内印刷企业排名第一。主要从事烟标印制及相关包装材料的中港合资企业。国内市场占有率达 5%左右，烟标销量与市场占有率均在同行中名列第一。

（27）浔兴股份：国内拉链行业的龙头企业，全球第二大拉链生产商。短期受到经济下滑冲击，业绩下降。由于高端市场被 YKK 公司占领，其竞争优势短期难以逾越。公司中期主要战略是扩大中低端市场并逐步渗透高端市场。

（28）东港股份：国内规模最大的商业票据印刷企业。票据印刷行业已发展成为国内规模最大商业票据印刷企业之一，在销售收入，生产线规模和市场占有率均居全国首位。客户覆盖银行（人行、建行、中行等总行）、保险（中国人寿）、财政、邮政、交通、福彩、税务和其他企业，已取得 22 家省部级单位 31 项票据印刷业务定点资格，销售区域覆盖全国。

（29）康强电子：国内最大塑封引线框架生产基地。连续七年在引线框架产量、销量和市场占有率等指标方面国内同行排名第一；自 2003 年开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始生产另一半导体封装材料键合金丝，2004 年、2005 年键合金丝产品产销量居国内同行排名第二。键合铜丝系公司于 2006 年下半年研发成功新产品，产品性能和各项指标达到了国际先进水平。该产品毛利率达到 70%左右。

（30）利欧股份：国内最大的微型小型水泵制造商。公司是国内最大的微型小型水泵制造商和出口商，同时也是最大的碎枝机出口商，经营模式以 ODM/OEM 为主。2005 年，公司微型小型水泵出口量。微型小型水泵行业国际市场容量大，约为 30 亿美元，预计全球水泵行业增长将在 4%～5%之间。全球园林机械行业市场容量约为 160 亿美元，我国市场需求仅为 1 亿美元，国内行业产值也仅为 1.7 亿美元。我国园林机械行业正处于起步阶段，发展空间巨大。

（31）新界泵业：农用水泵行业的龙头企业，农用水泵销量在 2007～2009 年一直处于国内行业第一位。公司下属全资子公司台州新界还生产和销售空气压缩机。2011 年，公司水泵销量达到 193.99 万台，连续六年蝉联国内农用水泵行业产销量第一。

（32）科大讯飞：公司是中国最大的智能语音技术提供商，主营业务由语音支撑软件、语音应用软件和信息工程与运维服务组成。其中，语音支撑软件占主营业务比重为 22.08%；语音应用软件所占比重为 17.03%；信息工程与运维服务所占比重为 60.90%。公司占有中文语音技术市场 60%以上市场份额。公司被信息产业部确定为中文语音技术标准组长单位，牵头制定中文语音技术标准。

（33）北斗星通：国内最大港口集装箱机械导航系统提供商。在国内机械控制港口集装箱作业应用领域占有 100%市场份额，在测绘领域“中国制造”高精度接收机核心部件市场占有 90%以上市场份额。

（34）广陆数测：国内数显量具行业龙头企业。公司主营量具量仪，是我国最大的数显测量工具制造企业，其便携式数显测量工具已占国内市场份额达到 70%。中国是世界最大的机床消费国，机床消费占世界 21%。发达国家每台机床至少配备便携式量具 6～10 把，数显化率 50%，而我国至少 3 台机床才能配备 1 把数显量具，数显化率明显不足 5%，数显量具面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对巨大的市场需求和增长空间。

（35）怡亚通：国内领先的供应链服务商。公司是目前中国最大的供应链服务提供商，其业务模式融合了物流金融、采购及分销执行、保税物流和进出口通关等业务。其商业模式处于行业的高级阶段。目前，在全国 27 个大城市设立了物流配送中心，成为目前国内唯一全面入驻全国保税物流园区的供应链企业。同时已将触角伸至海外，在国外建立网络平台。公司连续多年被评为中国物流百强企业，在 IT 供应链服务行业位居龙头地位。

（36）新嘉联：国内受话器行业龙头。公司是一家具有较强自主创新能力的专业从事受话器、微型扬声器等微电声器件产品的研发、生产和销售的企业。公司是国内最大的受话器生产厂家，国内市场占有率超过 15%，国际市场占有率超过 10%。在公司主导产品受话器持续稳步增长的同时，微型扬声器已成为公司新的重要利润增长点。

（37）福晶科技：全球最大 LBO、BBO 非线性光学晶体生产商。公司是全球领先的非线性光学晶体与激光晶体元器件制造商，是 LBO、BBO 非线性光学晶体、Nd:YVO4 激光晶体元器件以及 Nd:YVO4+KTP 胶合晶体等产品的全球最大制造商。另外，公司还是国内最大 KTP 非线性光学晶体元器件制造商，是全球知名激光器生产企业 Spectra-Physics（美国）、Coherent（美国）等企业光电子晶体元器件主要供应商之一。

（38）中海达：国内卫星绝对定位龙头企业。是国内专门从事高精度 GNSS（全球卫星导航系统）软硬件产品的研发、生产、销售，并提供基于高精度 GNSS 系统工程解决方案及相关服务的龙头企业

（39）濮耐股份：国内钢铁耐火材料的领先者。公司已经成为国内主要功能耐火材料、不定形耐火材料生产企业，钢铁炉外精炼透气砖国内市场份额第一，国内最大钢铁行业用耐火材料制品供应商。

（40）通产丽星：国内化妆品包装行业龙头企业，产品为软管、吹瓶和注塑。公司已与包括宝洁、欧莱雅、联合利华、资生堂、雅诗兰黛、玫琳凯、雅芳、高露洁等在内的国际著名化妆品企业建立了长期稳定的合作关系。由于经济下滑导致化妆品销量下滑，影响公司业绩，股价也出现大跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（41）水晶光电：国内光电子产业世界领跑者。公司主导产品光学低通滤波器销售量居全球第四位，红外截止滤光片销售量居全球第三位，是国内唯一一家规模制造光学低通滤波器的国家级高新技术企业。客户囊括全球数码照相机前六大厂商和单反数码照相机前四大厂商，而且公司为SONY、Kodak 和三星 OLPF 第一供应商；红外截止滤光片（IRCF）客户方面，公司是全球第一大和第三大手机镜头厂商大立光、关东辰美的 IRCF 第一供应商，全球前五大手机厂商索尼爱立信和三星的 IRCF 重要供应商。

（42）博深工具：国内最大金刚石工具厂商。公司主要生产和销售金刚石工具、电动工具和合金工具等三大类产品，主要产品市场占有率均为国内领先，是目前国内少数同时开发生产上述三类工具产品的企业之一。公司国内市场占有率在 4%左右，处于行业龙头地位。随着规模化优势的突显，公司市场占有率将来有很大的提升空间。

（43）瑞普生物：国内最大的兽药企业之一，获得“国家认定企业技术中心”，公司主要产品在细分市场均处于行业领先地位，其中 5 种产品均位居行业单品前 5 名。对比公司：大华农、金宇集团。

（44）齐翔腾达：国内规模最大的甲乙酮生产企业。公司专注于对石油加工副产品碳四进行深加工以转化成高附加值精细化工产品业务，产品包括甲乙酮、MTBE、异丁烯、叔丁醇等；其中甲乙酮为公司主导产品，广泛应用于涂料、胶粘剂等众多领域，设计产能 10 万吨，2009 年产量 12.04 万吨，国内行业排名第一，市场占有率达 41%，世界产能排名第五。公司生产的甲乙酮产品纯度一直保持在 99.9%以上，与国际知名公司的产品质量相当。周期性行业的典型。

（45）高德红外：国内规模最大的红外热像仪生产厂商。全球测温性红外热像仪领域排名第四，产品广泛用于海、陆、空各兵种的军事新型武器装备以及电力、医疗、公安、建筑、交通等民用领域。红外热像仪也可应用于一些重点公共区域、保密场所的安全监控，克服一般监视系统存在监视死角的缺点。

（46）海康威视：国内最大安防视频监控产品供应商，受益于城镇化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的安防产业大加速，公司上市后利润市值双双飙升。

（47）云南锗业：国内锗产品龙头企业，公司是国内第一、亚洲最大的锗系列产品生产商和供应商。中端产品区熔锗锭由 2007 年的 56.71%上升到 2009 年的 72.50%，较高端产品红外级锗单晶、锗镜片则从 07 年的 7.17%上升到 2009 年的 17.68%，而高端产品锗镜头、太阳能电池用锗单晶片则实现了零的突破。

（48）巨星科技：国内手工具行业龙头。全球手工具和手持电动工具市场仍由欧美大型厂商主导，最主要的五家欧美厂商在全球工具最大市场美国的占有率达到 47.5%。但中国手工具占欧美国家进口比重以每年 3%的速度增长，并且已经开始能够在中高端市场与欧美尤其是美国企业展开竞争。

（49）三力士：公司是三角胶带行业龙头，产品分为胶带和胶管两大类，其主导产品为三角胶带，2007 年公司 V 带销售量达到 3.06 亿 A 米。占全部产品的 95%以上，2004～2006 年三角胶带产品国内市场占有率分别为 24.7%、25.3%、26.1%，均位居全国第一位。公司 2007 年继续保持行业第一的地位。

（50）盛路通信：国内通信天线领域领先企业。公司是国内规模最大，技术最先进的（民用通信）天线和微波（通信天线）设备制造商之一。基站天线、微波天线、终端天线等产品的产销量、市场占有率均居国内同行业（中资企业）领先地位。

（51）丽鹏股份：防伪瓶盖市场占有率超过 40%。

（52）比亚迪：国内新能源汽车以及电池龙头。

（53）浙江永强：专业从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售，产品包括户外家具系列，遮阳伞系列和帐篷系列，产品主要应用于家庭庭院和露台、户外休闲场所及酒店等场所。户外休闲家具及用品属于需频繁更换的消费品，平均更换周期一般为 1.48 年。受益于全球消费品市场需求的增长，全球户外休闲家具及用品市场需求的复合增长率为 4.52%。公司经营以 ODM 模式为主，作为国内最大的户外休闲家具 ODM 制造商，各类产品出口销量均位居行业前列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（54）省广股份：国内广告传媒界龙头企业，全国 260 家知名企业提供品牌管理、媒介代理等服务，遍及汽车、家电、快速消费品、通信 IT、服务业、药品保健品、房地产等行业。近年来则频频收购广告公司。

（55）东方园林：园林绿化龙头企业：公司主要为各类重点市政公共园林工程、高端休闲度假园林、大型生态湿地工程及地产景观等项目提供园林环境景观设计和园林绿化工程施工服务，是国内同时具有城市园林绿化一级企业资质和甲级工程设计资质的企业之一。公司在园林绿化行业综合竞争实力、工程业务收入、净利润、跨区域经营收入、千万元以上工程收入等五项排名位列第一。

（56）蓝帆股份：国内一次性手套的龙头（特别看好医用领域），公司目前 PVC 手套总产能已经达到 113 亿支，位居行业第一。

（57）宋城股份：公司主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营，业务架构主要包括主题公园宋城景区和杭州乐园，核心产品为宋城景区内上映的《宋城千古情》大型旅游文化演艺节目。“主题公园+旅游文化演艺”经营模式发展空间广阔。这两类业态可充分享受国家产业政策的大力支持，对企业经营提出的要求较高，且项目资金规模投入大，品牌和政策壁垒较高。受益于市场的快速成长，近 3 年公司主营业务总收入和净利润增速均保持在 30%以上。

（58）钢研高纳：主要从事航空航天材料中高温合金材料的研发和销售，国内高温合金领域技术水平最先进、生产种类最齐全的企业之一，目前市场份额约 30%，收入结构中军品占 60%，民品占 40%。

（59）雏鹰农牧：“公司+农户”的雏鹰模式造就超强成本控制能力，完整的生猪养殖链，现构建超高端、次高端、中高端猪肉品牌体系。

（60）宁波华翔：主要业务是汽车内饰及零配件和改装车。汽车线路保护器为世界领先地位，是国内最先进的轿车排气系统总成供应商，唯一掌握天然胡桃木内饰件技术。

（61）电科院：公司通过了国家认监委的计量认证（CMA），所提供的检测报告可作为公证数据广泛应用于贸易出证等领域，并具有法律效力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司获得了国家认可委的实验室认可（CNAS），可在认可的范围内使用CNAS 国家实验室认可标志和国际实验室认可合作组织（ILAC）国际互认联合标志。公司也是国家认监委指定的低压电器强制性产品认证（CCC）检测机构（24 家之一），可从事强制性产品认证目录中规定的全部低压电器产品的全部检测项目的检测工作。

（62）科伦药业：全球最大的输液专业制造商，国内产业链最为完美的大型医药集团，专注于医药输液行业的研发和创新，现已发展为涵盖省内外 10 余家子公司的现代化医药集团；在未来 2~3 年内，输液业务依然是公司利润的主要来源。

（63）金螳螂：成长股的典范，在装修行业早已做到细分行业的龙头地位，金螳螂近期以 7500 万美元收购美国 HBA international 公司 70%的股权，更体现了该公司进军高端酒店市场和国际化的决心。

（64）华天科技：公司子公司昆山西钛从事超大规模集成电路封装，并生产手机、笔记本电脑及车载影像系统等使用的微型摄像头模组等光电子器件。为目前全球唯一实现使用 TSV 技术进行 CSP 封装量产并且良品率达到 95%以上的厂商。

（65）克明面业：中国最大的挂面制造企业，市场占有率全国第一；超市综合权数市场占有率第一，超过第二、第三、第四名公司之和。

（66）长海股份：国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业，也是国内规模最大的玻纤复合隔板生产企业。公司是国内少数能制造高端玻纤毡制品并不断进行制品深加工的高新技术企业。短切毡、湿法薄毡等玻纤无纺制品的产量在国内同行业细分市场中排名第三，其中，湿法薄毡产品市场占有率位列细分市场第二；复合隔板产品市场占有率位居细分市场第一。

（67）理邦仪器：公司产科系列产品占有 21.9%的国内市场份额，位居全国第一；心电系列产品位居国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一，监护系列产品占出口市场份额第三。公司产品覆盖了 480 余家三级以上综合医院，产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学附属医院等全球顶级医疗机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（68）广联达：在软件行业细分市场——建筑行业软件领域处于龙头地位，其主要产品工程造价软件占据同类产品 50%以上的市场份额，占营收比重一直在 90%以上。公司客户涵盖施工方、建设方、设计单位、监理机构等，施工方占比最高，接近一半，软件直接使用者为预算员、造价工程师等。

（69）冠昊生物：再生医学材料、再生型医用植入器械、胸外科修补膜、生物型硬脑（脊）膜补片是公司主打产品。正在研发的产品包括整形植入系列材料、骨填充材料、人工食管、小口径血管、人工韧带、神经导管等十多个产品。

2. 主板优质大蓝筹

（1）贵州茅台：国酒不必多言，2012 年轰轰烈烈的反腐运动把白酒推向了风口浪尖，但茅台还是茅台，国酒还是国酒。茅台的资源禀赋并不会因为这件事发生任何转变。

（2）苏宁电器：是否高成长的光环已经褪去？云商能不能成功，可能这就是一场豪赌。

（3）古越龙山：黄酒龙头，看点是国企改革，行业的拐点在于黄酒的推广。

（4）青岛啤酒：国内啤酒业龙头，拥有一流的管理模式，对比国内啤酒具有明显的优势，也是未来最有希望垄断全国市场的啤酒巨头，但行业面临充分竞争，青啤的主要对手是外资啤酒。

（5）永辉超市：生鲜龙头。生鲜类产品的销售占比达 50%～60%，毛利率高于同行业 2%～3%。未来公司将采取巩固优势区域，稳健推进新市场的策略，以福建、重庆、北京、安徽作为海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区核心，并向周边市场进行扩张，最终发展成为全国性的超市零售商。

（6）伊利股份：国内乳业行业龙头，国内唯一在液体乳、冷饮和奶粉三大类产品中均名列三甲的企业。未来中国的乳制品行业必会重新洗牌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊利的最大对手蒙牛已经今非昔比，但伊利仍保持较好的发展态势。

（7）青岛海尔：多元化战略和国际化战略卓有成效。创新是海尔成功的核心要素，冰箱和洗衣机的新品开发明显好于同类公司，能够保持毛利率的稳定和提升。

（8）格力电器：无须多说，国内家电的龙头标杆企业，董明珠在家电领域建立了自己的王朝。

（9）鲁泰：公司是集纺纱、漂染、织布、后整理及制衣于一体的高度综合生产的纺织企业，主导产品为衬衣用色织布面料和衬衣。公司产品80%以上出口，市场覆盖日本、韩国、美国、英国、意大利等三十多个国家和地区，是世界最大的色织布生产基地。

（10）中国国旅：公司免税业务的经营主体为中免公司，中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的境内市场份额始终排名第一。公司将与海南三亚海棠湾管委会正式签署“海棠湾国际免税城”项目战略合作框架协议。该项目酝酿已超过一年，无论是建筑规模、经营范围还是投资额度，都大大超过目前已经开业的三亚免税店。

（11）顺鑫农业：除了传统农业之外，公司的主要看点在于“牛栏山”白酒品牌，低端白酒行业里面的龙头，但有着典型的国企通病，如果好好做销售，公司业绩会更上一层楼，2013年曾发文表示公司可能出在业绩拐点，未来值得期待。

（12）中国平安：金融帝国。

（13）民生银行：中小商业银行的龙头代表。

（14）万科：地产龙头+优秀的管理团队，最早转型的地产公司。

（15）招商银行：招行是近十年来中国最优秀的商业银行之一，在持续和一贯的零售业务战略下，优质服务为客户称道，并由此树立了卓越的品牌影响力。近年来，该公司在信用卡和私人银行业务上的发展也值得关注，并多次获选中国最佳银行称号。

（16）东阿阿胶：国内中药保健龙头产品，拥有独家秘方。未来发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题是各方竞争以及管理层能否改革创新思路，要做到体现东阿阿胶的产品差异性。阿胶的差异性并不是在口感上，而是在效果上。

（17）云南白药：独家秘方是高高的护城河，看好公司产品多元化发展。

（18）片仔癀：国家一级中药保护品种之一，同样拥有秘方作为护城河，这几年进军日化和保健品，建立多品牌战略。

（19）同仁堂：百年老店，关键在于管理层思想上的改革。

（20）恒瑞医药：国内屈指可数的长期注重研发创新的医药企业，研发能力居国内第一，这是公司的核心竞争力。

（21）国药控股集团：医药巨头之一，旗下有国药一致和国药股份两家上市公司。

（22）上海医药：医药巨头之一，老牌医药国企，拥有很多优秀的资源，但管理层是一个风险。

（23）华瑞集团：医药巨头之一，旗下拥有很多上市公司和资源，关键在于管理层的整合能力，还是要看国企拐点。

（24）复星医药：医药巨头之一，相比前三者手上的化药资源略少，但生物制药领先，管理层复星集团相比国企体制，非常优秀。

（25）通策医疗：看好未来牙科行业的高速成长，可比上市公司爱尔眼科。

（26）各类公共事业：略，包括电力、燃气、高速、港口等高分红低估值公司。

（27）烽火通信：国内光通信领域龙头，是我国最早从事光通信传输设备、光纤光缆科研、生产的企业，由于背靠武汉邮科院，科研成果转化率和效益在国内同行业中均处于领先地位。宽带中国战略直接受益的蓝筹股。

（28）用友软件：中国最大的管理软件、ERP 软件、财务软件、客户管理软件等供应商，也是中国最大的独立软件供应商。公司在中国 ERP 软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件领域的市场占有率为 27.0%，连续八年第一；在中国财务管理软件市场的市场占有率为 27.5%，连续十九年最高。近期公司战略转移占位云服务市场，实施用友云战略，推进“用友软件+用友云服务”策略。

（29）海康威视：国内视频监控行业的龙头企业，销售数年居国内第一位。安防产业持续处于高景气状态，我国是全球安防领域增长速度最快的市场之一，将保持年均 20%以上的增长速度。海康作为龙头企业在前端和后端均占据绝对优势，拥有核心技术，国内市占率约 10%，在行业处在快速扩张阶段情况下，公司有望在目前 600 亿市值上更上一层楼。三季报显示其前端产品持续高增长，同比增长 70%以上；后端音视频产品同比增长 6%，前端产品正面临模拟向数字/高清转化的阶段，公司的市场份额还比较低，在数字高清领域的优势明显。

（30）烟台万华：在经历了十年高速发展后，烟台万华已经成长为世界级 MDI 龙头，占有国内 MDI 市场 36%份额，未来致力成为综合性的化工龙头。市场对其的定位也已经从成长股转变为周期性成长股。这样的定位不会妨碍其未来市值的增长。未来五年在 MDI 市场需求拓展和烟台工业园新增利润的贡献下，主营收入和净利平均增速预计仍将达到 20%以上。对比巴斯夫历史财务和市场数据，虽然面临周期性波动，但周期性成长股的市值增长趋势明显。仍然看好烟台万华中长期发展趋势。MDI，目前在国内的应用主要是冰箱、鞋底浆料、氨纶等，而在国外主要是建筑节能材料，国际市场建筑保温材料占据 MDI 需求的 50%。

（31）大秦铁路：国内铁路运输第一股。公司是以煤炭运输为主的综合性铁路运输公司，是担负我国“西煤东运”战略任务规模最大的煤炭运输企业。同样，也是长期稳定的高分红企业，具有显著的安全边际。

（32）海螺水泥：公司为中国最大的水泥生产商和供应商。凭借优秀的管理团队和经营模式，成本具有明显优势，在充分竞争的水泥市场里成为了绝对龙头。

（33）上汽集团：中国规模最大和最具自主研发能力的汽车厂商，与大众、通用的合作成为中外合资的典范。上汽积累了国内厂商中最雄厚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自主品牌能力，近期上海通用新车上量，在泰建立合资公司，通用五菱重庆建厂等措施将会使公司市场份额进一步提升。

（34）宇通客车：大中型客车行业的龙头企业。公司是国内和亚洲生产规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地，技术优势明显，主营产品为大中型客车，其中，大型客车占销量一半以上，占据了国内 21%的市场份额，全球客车总销量仅次于奔驰。

（35）长城汽车：国内民营汽车企业的优秀代表，该公司产品包括哈弗 SUV、腾翼轿车、风骏皮卡三大品类，其中 SUV 和皮卡是公司传统的拳头产品，哈弗 SUV 连续多年保持自主品牌 SUV 全国销量和出口量第一，在皮卡领域积累深厚，龙头地位稳固。

（36）中国南车：是国内最大的轨道交通设备制造商，公司传统的机车、客车和货车业务在国内市场占有率 50%左右，城轨车辆和动车组的市场占比分别为 60%和 70%，其他延伸业务如风设备和电动汽车也颇具看点。自高铁事故后高铁投资大减速，对应南车的价格也一路大跌，看好南车未来，被人抛弃时才有低估的价格买入。

（37）中集集团：集装箱业龙头，中国半挂运输车辆的最大生产商。强周期，进军海洋工程业务，未来前进广阔。

（38）中海油服：国内油服类龙头企业。随着陆地石油资源的枯竭，海上石油以及油田服务是未来高成长的行业，特别是中国陆地贫油，海上多油。

（39）威孚高科：公司生产的燃油喷射系统是柴油汽车发动机的核心部件，在国内市场占有率超 40%，高居首位。子公司威孚力达主产品为汽车尾气催化净化装置，该公司在国内市场的份额也居第一位。

（40）华能国际：中国最大的上市发电公司之一，主要业务是利用现代化的技术和设备，利用国内外资金，在全国范围内开发、建设和运营大型发电厂。煤价是目前影响盈利的关键因素. 毛利率尽管逐季大幅提升，但基于煤价波动仍有改善空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（41）长江电力：我国最大的水电公司。公司拥有的葛洲坝电站是我国在长江干流上兴建的第一座水力发电站，总装机容量 2715MW，多年平均发电量 157 亿 kWh，在全国各发电厂中位居前列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 10

理解中国股市的特殊性

本书的主要内容已经在前八章完结，在这一章，我主要是阐述A股市场的一些特殊性，希望大家能明白A股市场的特殊风险偏好，以此能更好地配合“三好”理论进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.1 A股长期处于高风险偏好状态的逻辑

本书前三章介绍的成功的投资大师都是来自成熟的市场，而中国 A 股市场不过是一个成立 20 多年的“婴儿”市场，所以我们的股市现在存在的很多不合理现象也能理解（注意是不合理而不是无效），我们不得不面对中国股市的一些特殊的风险偏好。本来中国股市成立之初的目的就是为国有企业脱困，并且直到今天，市场仍有这样的诉求（相比当初已经大幅改变）。所以我们不能盲目的把成熟市场的投资准则用在中国股市的投资上。虽然任何成功的投资本质上都是一样的，但在 A 股这样的市场，全盘照搬成熟市场的成功投资理念有时未必完全正确可行，我们如果能明白和重视 A 股的一些特殊性和约束，就能离成功更进一步。

简单来说，中国股市最特殊的一点是：整体市场的估值一直以来都处在非常高的状态。当然这个高估值的状态并不是静态的，而是在不同板块间不断切换的（比如 2007 年的大蓝筹泡沫，2009 年后的小盘股泡沫）。

10.1.1 高风险逻辑偏好

事实上往前看 20 多年，A 股的主流资金在大部分时间里对大部分股票一直在玩“击鼓传花”的游戏，而非基本面投资。如果你是一个投资人，你买入股票的理由无非是因为分红、股价被低估、未来高成长等因素。但不幸的是，如今一大批 A 股的盈利与上市之初相比没有大的变化、甚至大幅倒退，也没有任何的分红，从基本面看几乎没有任何价值和成长性，比如主板的上海物贸、氯碱化工这类僵尸股，粗略估算一下这类股票主板至少有三五百只，创业板以后也会出现这类僵尸股。但即便是这样，它们依然享有很高的估值在上市，为什么？因为 A 股没有退市，IPO 又受限，所以场内资金可以不断地玩“击鼓传花”的游戏，一轮又一轮，并且一些垃圾公司还有收购或被收购的预期。再比如，很多股票在 B 股的价格非常便宜，还记得之前差点退市的闽灿坤吗？它可能是 B 股市值最小的公司，虽然它还在盈利，但不会有人花几个亿将它私有化，除了估值贵的因素外，大股东更需要的是维持一个上市公司的资格。因为只要不退市就有机会继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续传下去，而一旦退市了，即使只有原来 1/10 的价格，也没人愿意买了。所以我们的股民在过去的时间里，做的大部分事情就是把这些公司传来传去，使得这些公司的股价不断地波动。这些股票，作为公司它们没有任何价值，涨跌几乎无关公司的基本面，它们存在的意义仅仅就是赌桌上的筹码，供大家“击鼓传花”赌博之用。

并且这种市场偏好存在的时间越久，预期就会越来越自我强化（正反馈），并且 A 股的上市公司或大股东也会利用市场的这种情绪，不断地搞题材、搞重组，有的甚至还自己参与坐庄操纵股价（当然是为了维护上市的地位，或者想要高位减持、增发圈钱），不断上涨的股价进一步强化了市场的预期。最后的结果是皆大欢喜，大股东维护了上市公司的市值，同时也“改善了生活”，而小散户获得了投资上的“浮盈”。只要韭菜还能不断地入场，这个正反馈的“击鼓传花”的游戏就能一直玩下去。

也因为 A 股的这种高估值和题材炒作的劣币环境长期存在，所以坚持传统投资准则的投资者在投资 A 股时都会有很强的挫败感，因为你辛苦的研究换不来正确的逻辑兑现。低估的股票会长期低估，做价值投资的很难等到价值的回归；而高估的股票也会长期高估，做成长股投资的几乎等不到便宜的买入机会。

就拿这几年的行情来说，一言以蔽之就是：**不确定性越高的股票获得的溢价越大（小市值题材股代表），反之，确定性高的股票反而获得折价（大市值蓝筹股代表），这是在高风险偏好下必然的结果**。并且因为市场的投资者倾向追求那些短期无法证伪的故事，乐意将股价推至泡沫，所以 A 股的投资者都喜欢追涨杀跌，价格和趋势比价值更重要。

10.1.2 A 股极端分化的相关数据

在 2014 年年末这波指数大涨行情之前，A 股出现了极端分化的局面，一方面少数的大市值蓝筹股相比较成熟的市场蓝筹股在估值上也具有优势，而另一方面除掉少部分的大市值蓝筹股，整体市场的估值贵得离谱（特别是以新兴产业、题材股、ST 壳股票为代表的小市值公司）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体的数据如下（以港股和美股做对比）：

截止到 2014 年 12 月 31 日，近 2600 家 A 股公司中，亏损股及 PE 大于 100 倍（TTM+扣非后）的股票共有 1088 只，占 42%；PE 小于 20 倍的为 215 只，占 8.3%；PE 在 10 倍以下的为 29 只，占 1.1%；PB（预测值）高于 5 倍的有 646 只，占 25%；PB 低于 1.5 倍的 128 只，占 5%；PB 低于 1 倍的，只有 8 只。

而港股近 1790 家公司，PE 大于 100（预测值）的公司只有 50 家，而亏损的公司比较多，有 544 家，PB 大于 5 倍的只有 20 家。而 PE 小于 10 倍的有 489 家，占比 27%，PB 小于 1 倍的有 157 家。

纽交所总共 3854 只股票：PE 大于 100 倍的 111 家，亏损的有 506 家，合计占比 16%，PE 小于 10 倍的 270 家，占比 7%。纳斯达克共有 3419 只股票：PE 大于 100 倍和亏损的是 93+1202 家，占比 38%；PE 小于 10 倍的 171 家，占比 5%（来自 Google Market Screener 数据，不一定准确，且没有 PB 数据）。

由此可以看出 PE 大于 100 的公司在港股和美股是非常少的，而 A 股的估值显然要远高于成熟市场。

或许有人会想 A 股的公司成长性更高，所以估值更高，那么继续加入 ROE 和 ROIC 的对比：

A 股 2014 年度 ROE（TTM）大于 15%的有 342 家，占比 13%，ROIC（TTM）大于 15%的有 203 家，占比 8%。

港股 2014 年度 ROE（TTM）大于 15%的有 394 家，占比 22%，ROIC（TTM）大于 15%的有 202 家，占比 11%。

纽交所 ROE（TTM）大于 15%的 635 家，占比 16.5%，ROIC（TTM）大于 15%的 255 家，占比 6.6%。NASDAQ：ROE（TTM）大于 15%的 434 家，占比 12.7%，ROIC（TTM）大于 15%的 256 家，占比 7.5%。

可见，A 股的成长性并没有高于港股和美股，甚至比它们更低。

下图为 A 股不同风格板块之间的估值对比（截至 2014 年 12 月 20 日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





其中，创业板整体估值为 70 倍 PE、5.5 倍 PB，一些新兴产业的公司动则 PE100 倍以上，PB10～20 倍。并且不仅仅是创业板，除掉少部分大蓝筹以外，整体市场的估值一样惊人的高，各种题材股、垃圾股满天飞。反应非权重股指数的中证 500 指数的市盈率高达 40 倍（PB 等于 3），整个沪深 A 股主板市盈率的中位数为 45 倍左右，相比之下，道琼斯指数和标普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 指数对应的市盈率中位数分别为 17 倍和 110.3 倍。

甚至在大蓝筹股中也不乏泡沫严重的品种，比如，因“一路一带”概念炒高的基建、铁路（南北车、马钢、中冶、中铁 A 股远高于港股，甚至贵一倍），券商股更是泡沫严重，几个龙头券商都接近全球大投行的市值了。另外航运（中远洋、中海集运）、有色（中铝、江铜）等大蓝筹泡沫也非常严重，A 股溢价都在 50%以上。其他上证 50 的大蓝筹不说泡沫，估值相比港股也没有优势，五大行 A 股平均贵 20%。下图所示为 AH 同股同权的上市公司对比（截至 2014 年 12 月 30 日）。

A股代码	H股代码	名称	A股价格	H股价格	A股溢价率
002703.SZ	1057.HK	浙江世宝	26.25	5.37	389%
002490.SZ	0568.HK	山东墨龙	8.51	2.38	257%
601038.SH	0038.HK	一拖股份	13.80	4.51	206%
600860.SH	0187.HK	*ST京城	6.86	2.36	191%
600871.SH	1033.HK	*ST仪化	5.57	1.92	190%
600806.SH	0300.HK	昆明机床	7.33	2.55	188%
000756.SZ	0719.HK	新华制药	8.08	2.88	180%
000585.SZ	0042.HK	东北电气	4.02	1.44	178%
600874.SH	1065.HK	创业环保	10.91	4.08	167%
601866.SH	2866.HK	中海集运	4.94	1.90	160%
601727.SH	2727.HK	上海电气	7.50	2.94	155%
603993.SH	3993.HK	洛阳钼业	8.76	3.50	150%
601618.SH	1618.HK	中国中冶	5.05	2.03	149%
000666.SZ	0350.HK	经纬纺机	17.00	6.94	145%
601005.SH	1053.HK	重庆钢铁	3.27	1.34	144%
601919.SH	1919.HK	中国远洋	7.25	2.99	142%
600188.SH	1171.HK	兖州煤业	12.62	5.21	142%
600876.SH	1108.HK	洛阳玻璃	7.24	3.00	141%
600688.SH	0338.HK	上海石化	4.19	1.80	133%
601588.SH	0588.HK	北辰实业	4.35	1.90	129%
601880.SH	2880.HK	大连港	4.53	1.98	129%
600808.SH	0323.HK	马钢股份	4.04	1.79	125%
601600.SH	2600.HK	中国铝业	6.20	2.84	118%
600775.SH	0553.HK	南京熊猫	10.62	4.88	117%
600026.SH	1138.HK	中海发展	9.09	4.27	113%
601107.SH	0107.HK	四川成渝	5.42	2.58	110%
000488.SZ	1812.HK	晨鸣纸业	6.15	2.96	108%
601991.SH	0991.HK	大唐发电	6.67	3.27	104%
600548.SH	0548.HK	深高速	8.09	4.02	101%
600685.SH	0317.HK	广船国际	34.01	16.93	101%
601186.SH	1186.HK	中国铁建	15.58	7.99	95%
601717.SH	0564.HK	郑煤机	7.37	3.79	95%
601992.SH	2009.HK	金隅股份	9.71	5.00	94%
601899.SH	2899.HK	紫金矿业	3.29	1.71	92%
601808.SH	2883.HK	中海油服	20.18	10.61	90%
601800.SH	1800.HK	中国交建	13.99	7.43	88%
600875.SH	1072.HK	东方电气	19.23	10.50	83%
601390.SH	0390.HK	中国中铁	9.25	5.13	80%
600029.SH	1055.HK	南方航空	5.14	2.86	80%
600115.SH	0670.HK	东方航空	5.13	2.93	75%
601898.SH	1898.HK	中煤能源	6.73	3.84	75%

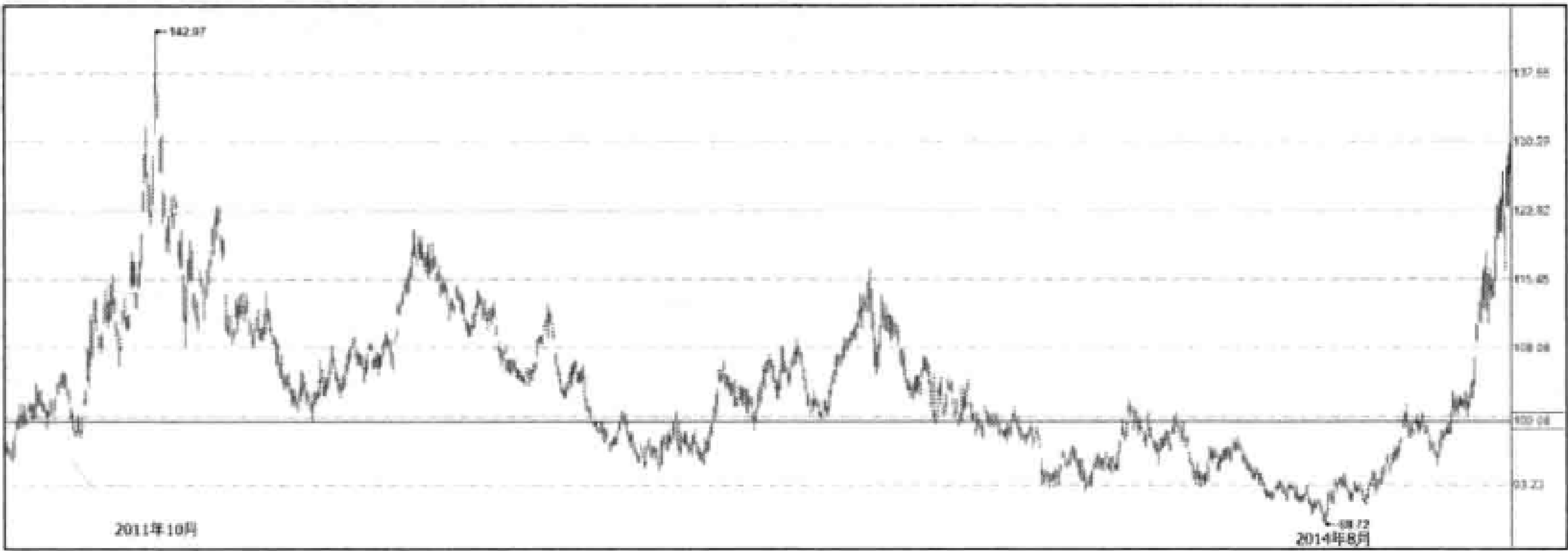
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A股代码	H股代码	名称	A股价格	H股价格	A股溢价率
600362.SH	0358.HK	江西铜业	18.10	10.42	74%
002672.SZ	0895.HK	东江环保	34.69	20.95	66%
601998.SH	0998.HK	中信银行	8.01	4.87	65%
601336.SH	1336.HK	新华保险	49.49	30.66	61%
601111.SH	0753.HK	中国国航	7.81	4.87	60%
000921.SZ	0921.HK	海信科龙	8.26	5.17	60%
600837.SH	6837.HK	海通证券	23.88	15.18	57%
601238.SH	2238.HK	广汽集团	8.66	5.51	57%
002594.SZ	1211.HK	比亚迪	38.06	24.27	57%
000039.SZ	2039.HK	中集集团	20.87	13.34	56%
601857.SH	0857.HK	中国石油	10.45	6.73	55%
000157.SZ	1157.HK	中联重科	6.98	4.59	52%
600012.SH	0995.HK	皖通高速	6.13	4.07	51%
601333.SH	0525.HK	广深铁路	4.42	2.97	49%
600030.SH	6030.HK	中信证券	33.46	22.81	47%
600332.SH	0874.HK	白云山	27.11	18.51	46%
601818.SH	6818.HK	光大银行	4.84	3.33	45%
601628.SH	2628.HK	中国人寿	34.03	23.52	45%
000063.SZ	0763.HK	中兴通讯	18.20	13.02	40%
002202.SZ	2208.HK	金风科技	13.40	9.61	39%
600016.SH	1988.HK	民生银行	10.78	7.95	36%
600027.SH	1071.HK	华电国际	6.90	5.12	35%
601939.SH	0939.HK	建设银行	6.57	4.96	33%
600028.SH	0386.HK	中国石化	6.26	4.90	28%
000513.SZ	1513.HK	丽珠集团	47.80	37.92	26%
601633.SH	2333.HK	长城汽车	41.25	33.62	23%
601607.SH	2607.HK	上海医药	16.45	13.65	20%
601328.SH	3328.HK	交通银行	6.61	5.60	18%
601318.SH	2318.HK	中国平安	72.78	62.27	17%
601988.SH	3988.HK	中国银行	3.94	3.39	16%
601288.SH	1288.HK	农业银行	3.54	3.07	15%
000898.SZ	0347.HK	鞍钢股份	5.96	5.24	14%
601088.SH	1088.HK	中国神华	19.80	17.95	10%
601398.SH	1398.HK	工商银行	4.71	4.39	7.3%
600011.SH	0902.HK	华能国际	8.56	8.11	5.5%
000338.SZ	2338.HK	潍柴动力	26.80	25.53	5.0%
600036.SH	3968.HK	招商银行	15.68	15.10	3.8%
601601.SH	2601.HK	中国太保	31.97	31.01	3.1%
600600.SH	0168.HK	青岛啤酒	40.57	41.00	-1.0%
600377.SH	0177.HK	宁沪高速	7.10	7.21	-1.5%
600585.SH	0914.HK	海螺水泥	21.71	22.22	-2.3%
600196.SH	2196.HK	复星医药	20.81	21.47	-3.0%
000002.SZ	2202.HK	万科A	12.64	13.70	-7.7%

从 AH 上市公司的对比上不难看出，市值越大的公司，A 股溢价越小，而市值越小的公司，A 股的价格数倍于 H 股。

从 AH 溢价指数上看，在 2014 年一波疯狂的主板指数行情之后，A 股已经整体溢价 H 股 30%之多了，并且这一趋势还在不断扩大。不过注意到在 2014 年末这波蓝筹行情之前，AH 溢价指数是低于 100 的，港股的大蓝筹整体要溢价 A 股，也就是说，A 股的蓝筹股在 2013 年和 2014 年大部分时间里是非常低估的。下图所示为 AH 溢价指数（影响 AH 溢价指数的主要是大市值公司）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在有沪港通的前提下，也没有出现资金向估值更低的港股流动的趋势。为什么？这肯定不能用两地在基本面上的不同理解来解释了。想一想，如果 A 股的小公司现在马上在港股或者美股上市，定价会是多少？或许 PE\PB 等指标在 A 股大多数时候是不能以国际标准来衡量的（这里多说一句，很多人还孜孜不倦的为小盘股高估寻找逻辑，这其实是很荒谬的，一个人是胖子还是瘦子一眼就能看出，再讨论 300 斤算胖子还是 350 斤算胖子根本没有意义）。

10.1.3 A 股估值

综合上面几个对比和数据，显而易见的是，A 股整体的高估非常明显，其中小盘题材股、新兴产业股、壳价值股的估值最为离谱，并且 A 股的蓝筹股也并不是那么便宜。所以我们不得不承认 A 股的估值体系和成熟市场存在巨大的差距，但这并不是因为我们的市场是无效的，这种现象的背后有更深层次的原因。虽然影响市场整体估值体系的原因非常复杂，但就我个人而言，我把它简单的归纳为：人口结构、市场构成、资金成本、资金利率、市场体制、特殊的社会环境、政治体制的合力作用。

1. 市场制度——发行制度、退市制度、法律制度、做空机制等都不完善

在发行制度上，一方面由于证监会担心散户不能接受注册制后天量的供应，所以总是暂停 IPO 或控制发行数量，另一方面还要人为的压低发行价，于是在新股的供应量不足且发行价大幅低于市场平均估值的情况下，少量的新股上市既不能影响现有市场的估值，反而在上市后遭遇爆炒。还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记得创业板刚开放时新股无论多高多离谱的估值都能发出去，且大多不会破发，而 2014 年下半年的新股在人为调控发行价的情况下，出现齐刷刷的 44%+N 个涨停的奇葩景象。放眼全世界都找不到 A 股这样的 IPO 市场，我认为这就是 IPO 管制的必然结果。如果新股完全实行市场化，想上就能上的话，那么情况会完全不同。很多新股会破发，更多的老股（主要是中小板+创业板+主板的高估值小盘股）会面临巨大的估值重估的压力）。

退市制度方面，由于 A 股几乎没有退出机制（特别是 2007 年之后退市的股票屈指可数），即便买到的垃圾公司最终真的要退市了，只要有人去证监会闹一闹，国家自然会想办法帮你兜底。甚至有的公司在长期造假的情况下也不会退市，交点罚款就完事了。即便是在创业板严格的退市标准下，依然有公司能视法律为无物，比如，万福生科因欺诈上市即将退市，但最终还是被变相借壳保住了上市的地位（创业板是不允许借壳的），万福生科的实际行动告诉了我们“Nothing is impossible”。所以不难理解 A 股的壳股票价值一直居高不下。过去 20 年，只要建立一个 ST（或市值低于 20 亿）的组合，不仅能跑赢任何指数，更能取得近 30%的年化收益（20 年年均 30%是什么概念，好好想想）。既然绝大多数的垃圾股最终都会暴涨（借壳重组、收购资产），那还有什么理由阻止大家去赌博呢？

法律制度方面，由于我国的证券法很早就颁布了，其中很多法律法规已经不再适用，比如，企业欺诈上市或财务造假的问题，证监会对上市公司财务造假的处罚依据是《证券法》第一百九十三条，即：“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以 30 万元以上 60 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款”。最高只有 60 万的罚款，并且没有退市的要求，这很难阻止企业造假的冲动，毕竟造假上市可以换取几个亿甚至更高的利益。另外，真的遇到大股东做内幕交易，弄虚造假的、违法的情况时，散户拿大股东是根本没办法的，诉讼无门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空机制方面，除了沪深 300 股指期货和极少量的融券外，A 股的大部分个股没有办法实质性做空（很多人也把小盘股这几年大幅跑赢主板归结为沪深 300 股指期货可以做空，而小盘股没有，甚至做空期指做多个股的对冲模型一度非常流行），很多高估的小盘股或题材股即便是融资融券标的，也往往因为没有足够的券，而没有做空的可能。

也正是因为 A 股没有有效的个股做空机制，A 股市场的题材炒作才会如此火热。简单地举几个例子：①“炒地图”：每每政府或高层把城市规划指向某一片“地图”，市场就开始炒作地图上拥有土地或项目资源的地产、钢铁、化工、交通等板块，这些板块在炒作之前或处于周期性低谷，缺少上涨的基本面支撑。一旦被某种真实或虚构的“地区规划”激活，追逐市场注意力的资金便争相杀入，使这些股票如同旱地拔葱，乌鸡变成凤凰。②并购、重组：美股在收购兼并后股价下跌的情况不在少数，而在 A 股，市场对重组的解读鲜有例外，重组消息几乎一致地被解读为重大利好。复牌后连续多个涨停板的图形早已深入人心，重组与涨停的深度绑定已让投资人忘却了交易本身，使重组概念得以脱离交易而独立存在，这也吸引了大量资金参与重组预期博弈，其中不乏上市公司股东利用内部信息优势，为重组而重组，炒作股价并借机套利。③高送转类：送转股对公司基本面毫无改变，但在 A 股却能屡屡成为股价上涨的催化剂。

政府在市场制度的建设上一直不能有效地执行，也无法给市场稳定的预期（朝令夕改），所以进一步加剧了劣币驱逐良币的市场环境，所以进一步导致了估值的错误定价，并且这种错误定价没有很长时间是无法修复的，股票价值回归的唯一途径就是市场情绪和偏好的改变。

2. 市场环境——散户为主

成熟如美国资本市场中，个人投资者并非市场主体，市场玩家主要由私募机构投资人构成，这些机构具有较高的专业投资能力，长期的考核基准，投资理念相对成熟稳健。与美国不同，A 股市场聚集了大量直接参与市场的中小散户，以及业绩评价超短期化的公募基金，这两类主体资金规模虽异，“散户思维”甚同——热衷于听消息、追热点、比嗅觉、拼速度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：95821 8088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此导致市场注意力的迅速聚拢与消散，造就了 A 股短期行为蔚然成风的独特风景。

目前在沪深交易所个人投资者近 9 000 万，其中 50 万元人民币以下投资者完成的交易约占股票交易总量的 60%。个人投资者在交易金额中占比八成以上，而美国个人投资者比例在 5%，香港大概是 25%，同时 A 股换手率是香港和美国的 10 倍以上。散户比例高是所有股市成立早期都会经历的一个阶段，因为这个时期衍生品市场不够发达，同时老百姓也没有其他足够的理财渠道，并且国家对资本市场的开放程度又不够，成熟市场的资金对国内投机环境影响很小。

另外，A 股的投资者并不是传统认识中的风险厌恶者，而是风险喜好者。所以 A 股市场特有的逻辑是不确定性越高、风险越高的品种估值就越高。为什么全民赌性很重，只争朝夕呢？耶鲁大学研究显示 20 岁左右和 40～50 岁的人风险偏好最高，因为 20 岁的人没有资本基础，所以我们可以得出结论：一个国家中 40～50 岁人口占比如果在上升周期，通常这个国家资产泡沫比较高，日本在 1965～1990 年前后 40～50 岁人口上升比较厉害的时候，股票、地产都出现大幅飙升。接下去随着年龄上升，风险偏好会下降，中国 40～50 岁人口的上升周期是 1988～2012 年，所以，不难理解市场风险偏好很高。并且主题投机盛行，因为简单粗暴的逻辑更容易被没有专业知识的散户接受，并转换为实际操作。例如：上文的炒地图、炒并购、超高转送题材，再具体到奥巴马连任，澳柯玛涨停，情人节，东方宾馆涨停……

比如，高转送概念股市场已经形成了自我反馈，虽然高转送对企业的基本面毫无影响，但每每高转送股价就能涨，而因为股价涨了所以高转送就继续被市场强化为利好；再比如古越龙山和会稽山，在古越龙山的投资者眼中他们会以会稽山的市值为衡量标准，心想，既然会稽山上市后能涨那么高，那么古越龙山也应该要补涨，然后不少人据此买入，古越龙山自然开始涨了，而在古越龙山涨了以后，会稽山的投资者自然会以古越龙山的市值为衡量标准，心想，古越龙山涨了所以会稽山也要跟着涨，结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果会稽山也开始涨了，然后反复这个循环……所以金庸小说里描述的“梯云纵”这种轻功——以左右脚互踩互托，循环往复，就能不借外力地将自己凭空拔高数尺乃至数丈之高，在 A 股是真的存在的，且这种神功每天都能上演。

但资金规模差异带来的信息不对称让股市中的中小散户总是处于后知后觉的不利地位，当消息的波浪传送至散户耳朵，广大散户目睹赚钱效应按捺不住之时，提前设伏的资金早已将股价拉至天位，身手灵活的散户或许还能抓住尾部有限上涨空间，若在注意力已达鼎盛、即将转衰之时定力不够，多数人的下场是高位入局、成为炮灰，为提前布局的资金买了单。

对此，大家请记住彼得·林奇的一句教诲：“你不会因为没买一只股票而损失一分钱。”

3. 市场利率

国内无风险利率长期在 10%以上，长期以来几乎没有一个债券违约，垃圾债动则有 10%-20%的收益率，而优质债券只有 3%～5%的收益率，那么在刚性兑付的基础上，为什么不买 20%收益的垃圾债呢？大家赌博的心理越来越强，都在找高风险资产。因此蓝筹股等低风险的资产没有吸引力，而同时 A 股又相对封闭，人民币没有国际化，外资无法用低成本资金抄底高分红股票。

4. 国内外股市的不同管理规则

往大了说中国股市也是国家体制的映射，因为我国是社会主义国家，所以我们的股市是具有中国特色的社会主义的股市。

想一想为什么美股会长牛，因为随着时代的进步，不断地有跟随时代潮流的公司在上市，而被时代淘汰的公司在退市，所以纵使时光荏苒，美股依然常青。反观 A 股，什么公司能上市基本领导说了算，而退市也更是如此。A 股长期以来都是权贵们鱼肉小散户的场所。但大多数投资者依然选择蒙住自己的双眼，对此视而不见，甚至一直在做着“中国梦”，频频期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待牛市的来临。牛市真的来了又如何？只要体制不变，一切牛市不过是过眼云烟，牛市只会消灭更多的人（我不知道大家期待的牛市是什么，反正我期待的牛市肯定不是一个政策主导的暴涨暴跌的短命牛市，而是一个在健康的市场/国家体制下，企业治理优秀、基本面向好、估值体系合理的长期向上的牛市）。

综上所述，A 股的高估值并不是市场无效的表现，反而是在种种客观条件下市场必然的选择。很多人总是抨击 A 股市场如何如何糟糕，只是因为他们没有考虑过，在当前的社会环境、市场制度、投资者构成、政治体制等条件下，或许当前的 A 股市场已经是“最理性”的了（曾经我也是其中一个）。在出现根本的变革之前，拿其他成熟市场的股市和中国股市进行比较显得毫无意义，因为市场相对自身环境而言都是非常有效的，换句话说，市场本身并没有错，因为所处的环境决定了市场的运行方式，认为市场错了不过是投资者对“环境”的失望预期罢了。

当然这并不意味着投资 A 股就一定要与这个不成熟市场下的种种奇葩偏好“同流合污”，不论市场体制和风险偏好如何，我始终相信任何“成功”的投资本质上都是一样的。只要能更好的理解中国股市的特殊性，那就能更好的帮助我们投资成功。当然辩证地看，最坏的年代也是最好的年代，因为制度的种种不合理和特殊的风险偏好，才使得一些个股出现极好的投资机会。

10.2 未来会怎么样

虽然过去 20 多年来 A 股一直处在特殊的市场环境中，形成了特殊的风险偏好，但这并不意味着这种情况会持续下去，我认为随着国家的改革与进步，资本市场也在改革与进步，A 股会变得越来越成熟。并且，我认为这一天越来越近了，或许未来 5 年之内就能看到根本性的改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信: 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.2.1 未来中国人口的变化

首先，在未来 10 年内，中国的人口结构将会出现巨变（2015 年后中国 20～64 岁劳动力开始负增长），这意味着投资者的风险偏好开始下降。其次，各种衍生品，如个股期权、转融通（加强融券力度）、小盘指数的股指期货等未来也会不断地推出，做空将会变得更为便捷。最后，市场制度也会在未来出现大改革，2014 年已经看到些许苗头，严格的退市制度已经开始实施，注册制更是提上日程，预计会在 2015 年正式开始，而证券法的修法也会在 2015 年完成。我个人认为注册制会是改变中国股市当前高风险偏好的最后一根稻草。

在当前不开放注册制的情况下，每年都有数百家企业排队上市（500 家为基准），那么注册制开放后至少每年会有近千家的企业排队上市（近千家只是我粗略估算的结果，由于中国金融体系的特殊性，资源错配的现象特别严重，最需要资金的中小企业融资最难，所以注册制后企业一定会积极的上市，当然从这个层面理解，注册制也是国家为中小企业铺的路）。

这意味着什么？

这意味着在“筹码”的供应量大大增加的情况下，“击鼓传花”的游戏注定会玩不下去，因为有更好、更便宜的“筹码”源源不断的上市。想象一下，按照每年 1000 家的上市速度，三年之后就会有 3000 家公司（即便按照 300 家/年的速度，也有 1000 家），3000 家公司光看一遍名字就要花很久的时间，更别说熟悉基本面了。上市公司想要让你记住公司股票的名字都很难，更别说向你“传销”股票了。所以现有支撑高估值股票的逻辑将不复存在（“故事+筹码”的稀缺性消失），即便是因为基本面优秀而享受高估值的股票，其高估值也会被源源不断的“筹码”给稀释了（“钱”分流了）。此外，壳股票将会变得毫无价值，因为相比借垃圾壳的成本，直接上市更划算。另外，如果退市能够坚决执行，会进一步打击没有基本面支撑公司的估值。可以预见大量垃圾公司最终成为仙股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.2.2 投资难度增加

对于散户来说，投资的难度将会大大增加，即便不考虑大量的退市，在每年近千家的 IPO 的情况下，散户根本无暇顾及那么多进进出出的股票，慢慢退出市场是可以预见的（市场的构成开始调整）。一面是散户的退出，另一面是随着资本市场的开放（沪港通作为估值体系重建的导火索），海外投资者将在大市值股票上具备越来越大的定价权，比较日韩和中国台湾这两个新兴市场开放金融的历史，在引入海外资金后，市场的投资风格也随之发生变化。海外投资者交易将更集中于市值大的股票。以中国台湾市场为例，引入海外投资者后，前 10%市值股票的交易占比，从 20%提高到 60%左右；韩国市场上，整体而言大市值的股票交易也从 30%增加到 60%。

我预测，未来 5 年 A 股的估值体系会彻底打破重建。我乐观地相信 A 股的市场制度会建设的越来越好，迎来真正有质量的长期牛市（如果不乐观的话那就应该告别 A 股）。但就目前来说，在估值体系没有彻底打破重建之前，在市场制度（发行制度、退市制度、法律法规）、市场构成、市场偏好没有彻底改变之前，绝对不可能再诞生一轮指数或个股的牛市，只能说下跌空间有限。经济转型的阵痛（旧经济开始长期萎靡，新经济青黄不接）伴随着注册制的来临，个股的超级大熊市将无可避免。也可以反过来想，个股已经走了好几年的牛市了，达到了非常高的估值，那么在注册之后大量新股上市的情况下，市场要如何继续维持当前整体个股的“击鼓传花”游戏？不过，目前 A 股市场既有全世界最贵的“个股”，也有全世界“较为优质（低估值+高 ROE）”的蓝筹股。A 股的蓝筹股在 2013～2014 年的大部分时间里，足够低的估值已经反映了足够低的经济基本面预期了，所以我并不看空指数，在乐观的情况下，指数甚至能依靠大蓝筹的低估值和高 ROE 小幅攀升（慢牛）。

可以想象出未来的 A 股市场的特征：①大部分的小企业无人问津，成交量非常小（成功的概率太低）；②大部分的没有成长性或价值的垃圾股会成为“仙股”；③管理层不诚信的公司会被市场抛弃（造假、忽悠）；④市场做空机制完善后，很难会出现长期高估的现象；⑤在衍生品完善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后（期权），正股的炒作会大幅降温（题材概念股的炒作基本消失），因为衍生品是更好的赌场；⑥市场变得不再适合散户投资了；⑦注册制之后，更容易出现被低估的股票和潜在的“10 倍”小公司，但挖掘的难度非常高。我从不否认小盘成长股中有超级牛股出现，但真正能够脱颖而出的股票是百里挑一的，大部分成长股（特别是 A 股）的爆发期通常是昙花一现。并且在我眼中没有创业板和主板的区分，只有行业前景、公司好坏、估值高低之分。

未来会是一个真正考验投资者能力的市场。这是最好的时代，或许也是最糟糕的时代。

当然，虽然长期看，常识告诉我们个股的大熊市是注定会来的，但具体过程要如何演绎，上帝也猜不到：不排除创业板为首的小盘股在当前 70 多倍 PE 的基础上继续上涨至 100 倍或更高（根据股市泡沫历史，2000 年纳斯达克泡沫、日本股市泡沫等都曾到大过整体 100 倍 PE 以上），其他垃圾股继续玩并购、题材等泡沫游戏，AH 差价继续扩大……但不论如何，理性只会缺席，却不会迟到，泡沫的结局都是一样的，舞曲终有结束的一天，A 股市场一定会越来越成熟，整体性的泡沫必然是不可持续的，市场最终必定回归常识和理性。

只有等到那时候，才是我大展拳脚的时候。因为我投资的重心是成长小公司，而现在这些优质成长小公司全部高高在上，根本无从下手（只能无奈的配置大蓝筹），比如，我非常迫切的期待 A 股的注册制到来，我希望大量的企业能够上市，拉低市场整体估值，带来更多的潜在“三好”公司。我一直都在坚持对每一个新上市公司的招股书做详细的解读分析，我一直觉得研究一家公司应该具备把庞大的一个公司拆分为几个简单逻辑的抽丝剥茧的能力，而看招股书就是一种很好的学习方式，因为招股书把公司的全貌都展示在你面前，招股书看得越多，你对生意模式和经营方式的理解就越发清晰。只有不断的观察和总结才能具备足够的洞察力把复杂的公司拆分成简单的逻辑。当然我也期待市场的各种体制能不断地完善，那样像我这样的“老实人”才不会受到“欺负”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里打一个小广告：关于新股的深度研究大家可以去我的博客、雪球或摩尔金融平台查看，我的 ID 统一都是价值 at 风险。

10.3 关于 A 股特殊的坐庄现象分析

关于坐庄有必要单独拿出来说一下。A 股 20 多年来庄股横行，坐庄的行为在 2000 年前后达到了高峰，但现在依然普遍（玩法有变化）。

什么叫“庄股”？很多投资者说，大部分股票的急涨急跌几乎都不是散户操纵的，都会有大资金买卖的身影，所以“无庄不股”。而在我看来，所谓“庄股”是指有人利用资金或信息的优势，短期或长期操纵股价的行为。大资金的买卖很多时候只是市场一致性预期的一种表现，这显然和“庄股”不是一个概念。

大部分股票在通常情况下是很难观察“庄家”的动向的，但是在极端情况下，浸淫市场多年的投资者应该能马上察觉这些庄股的特殊异动。我以我个人的经验来简单谈谈不同类型的庄股。

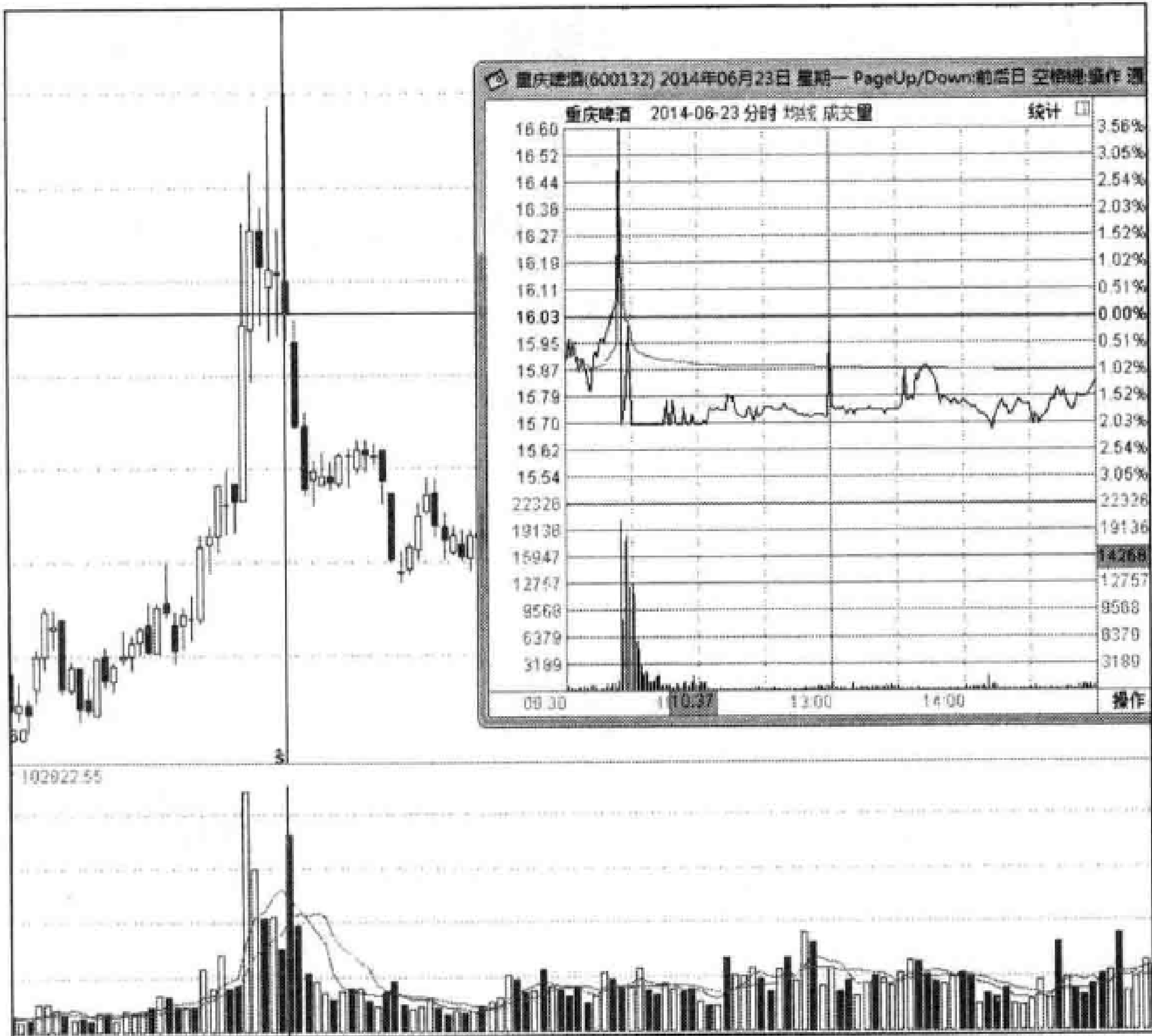
10.3.1 第一类：大单压顶，横盘出货

这类股票前期成交量一般都不大，并且在没有明显利好的情况下会出走一个缓慢的上升通道（资金吸筹阶段）。在一段时间后出现出货的标志性信号：盘面上突然会出现一个很大的压单，然后同时出现密集的买单，看似资金在大量买入，但事实上都是资金在自卖自买（当然卖单会比买单多得多）。出货的关键就在于用突然的放量拉升吸引不明真相的散户买入。

1. 重庆啤酒

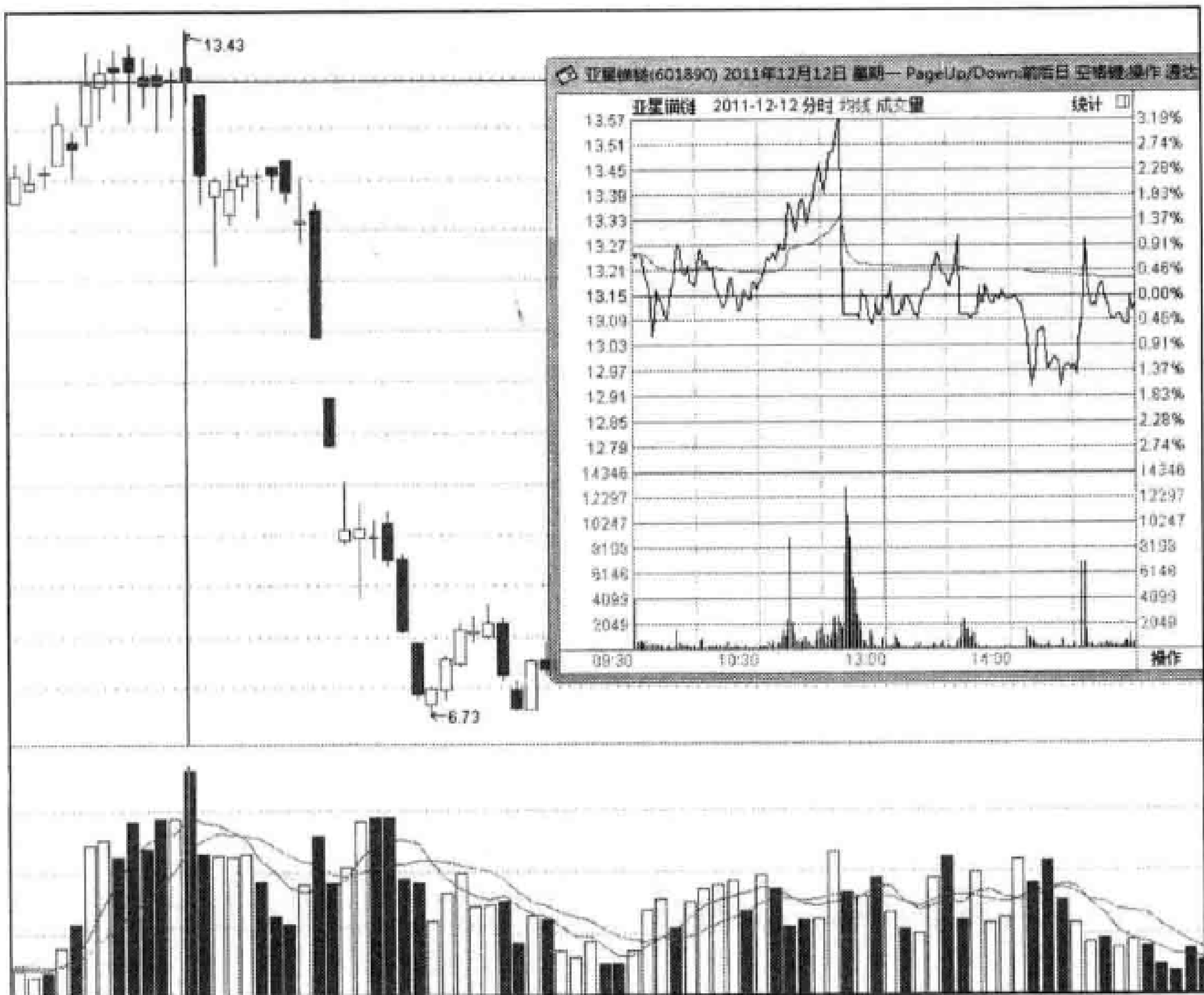
下图所示为重庆啤酒在 2014 年 6 月 23 日走势，非常标准的“横盘出货”，事实上在 23 日的前几天表现得也非常明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 亚星锚链

下图所示为亚星锚链在 2011 年 12 月 12 日，横盘出货形态出现后，股价直接腰斩。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.3.2 第二类：尾盘拉升，维持股价

这类股票资金操纵的目的是需要保持股价在高位，至于保持在高位的目的每个股票都不同，出货、增发、解禁或其他目的。或许很多人不明白为什么很多时候庄家坐庄时似乎不以营利为目的，其实他们根本不在乎在市场中损失的那么点钱。维持股价后解禁（或增发）赚的钱远比维持股价损失的钱多得多，所以参与坐庄拉高的资金也不需要在乎能不能赚钱，上市公司或是私下和他们订好了协议，或是干脆坐庄的就是上市公司自己，这都不是秘密。

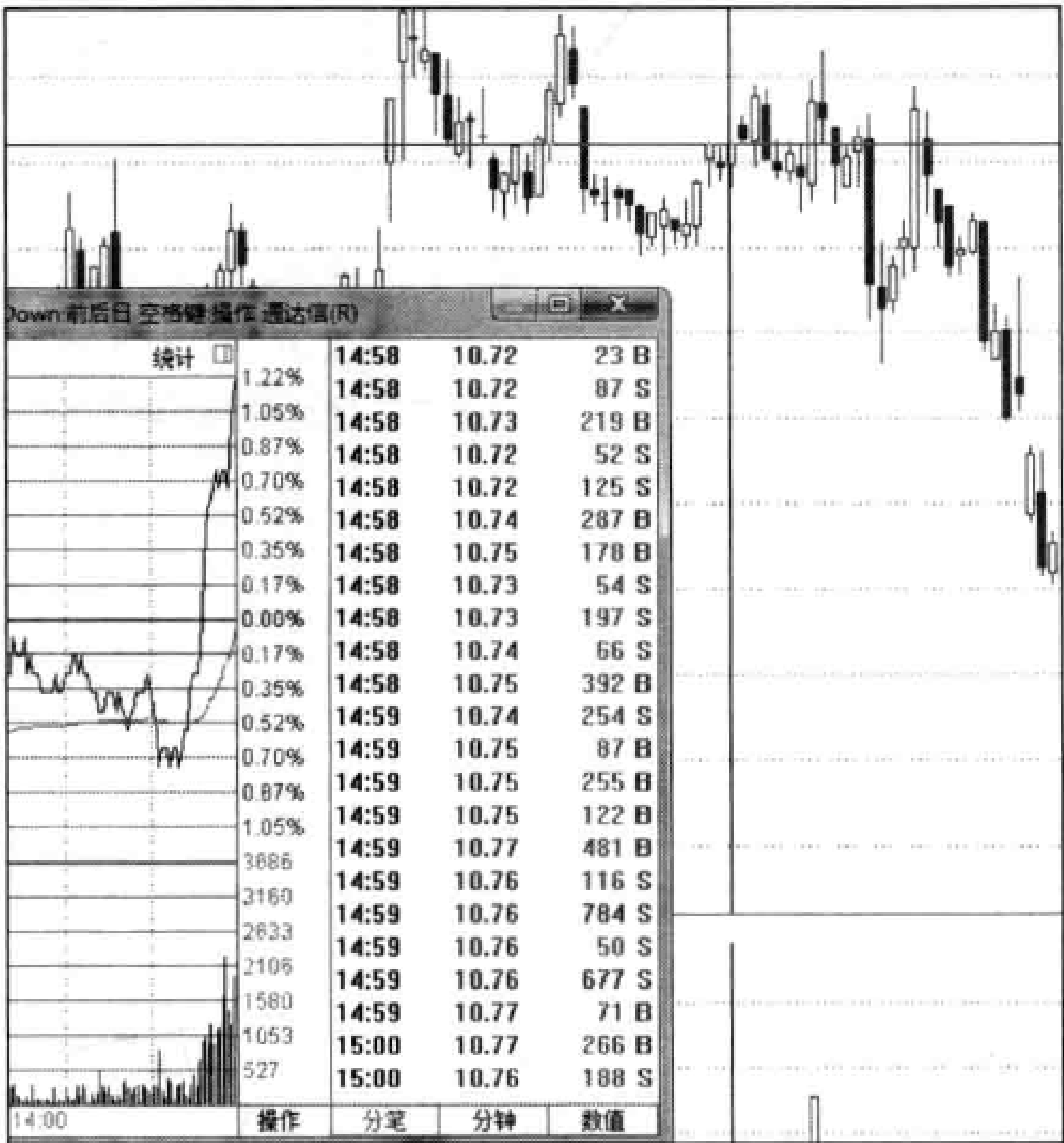
具体表现形式：分时图尾盘最后几分钟快速放量拉升，选择尾盘拉升的好处就是尾盘只需要用很少的钱就可以完成保持股价的任务，当然这种保价的行为一定是不可持续的。

1. 景谷林业

下图所示为景谷林业在 2009 年 7 月后连续出现尾盘拉升，随后庄家高位出货完毕，股价开始大幅下跌。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

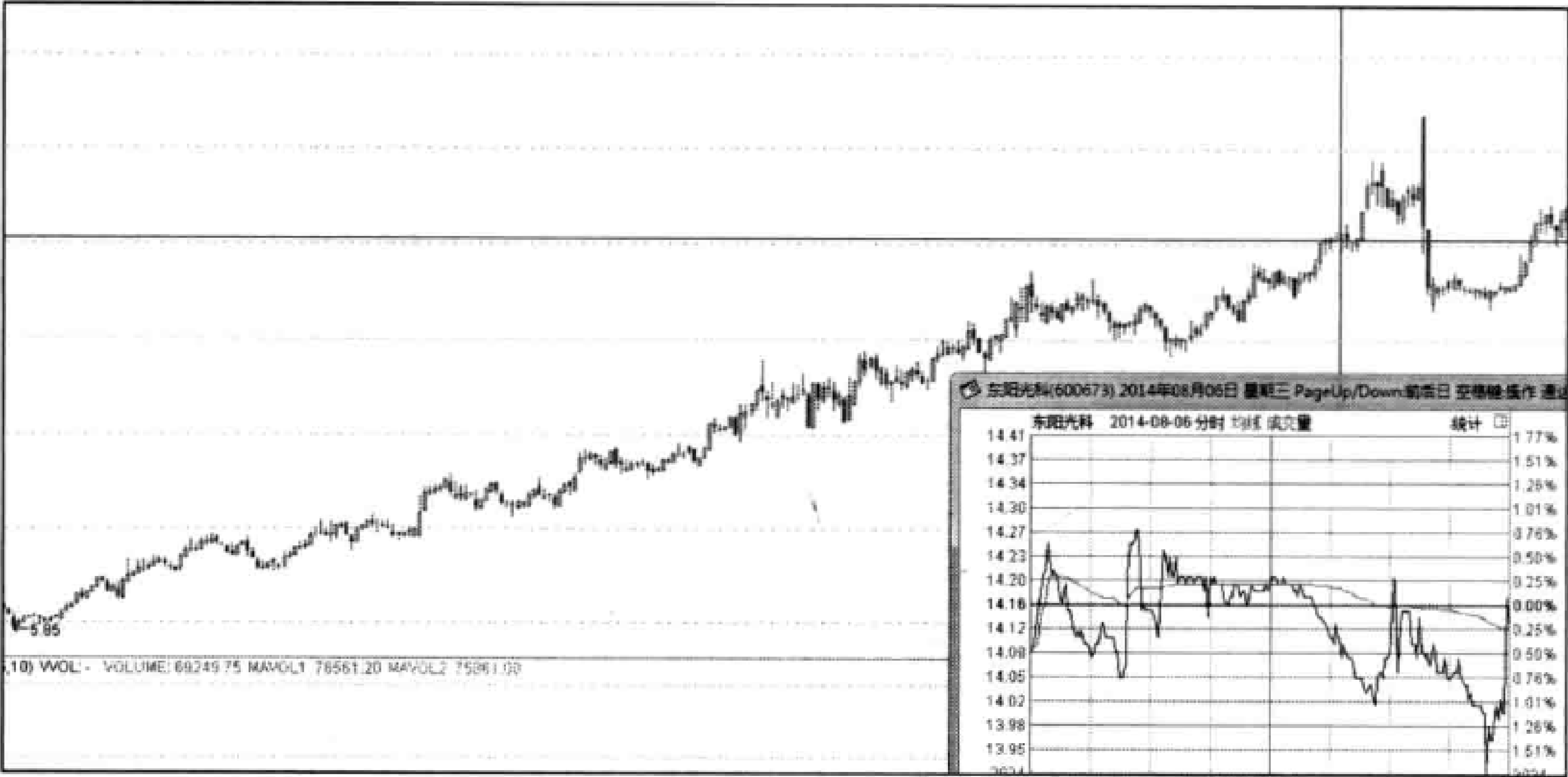




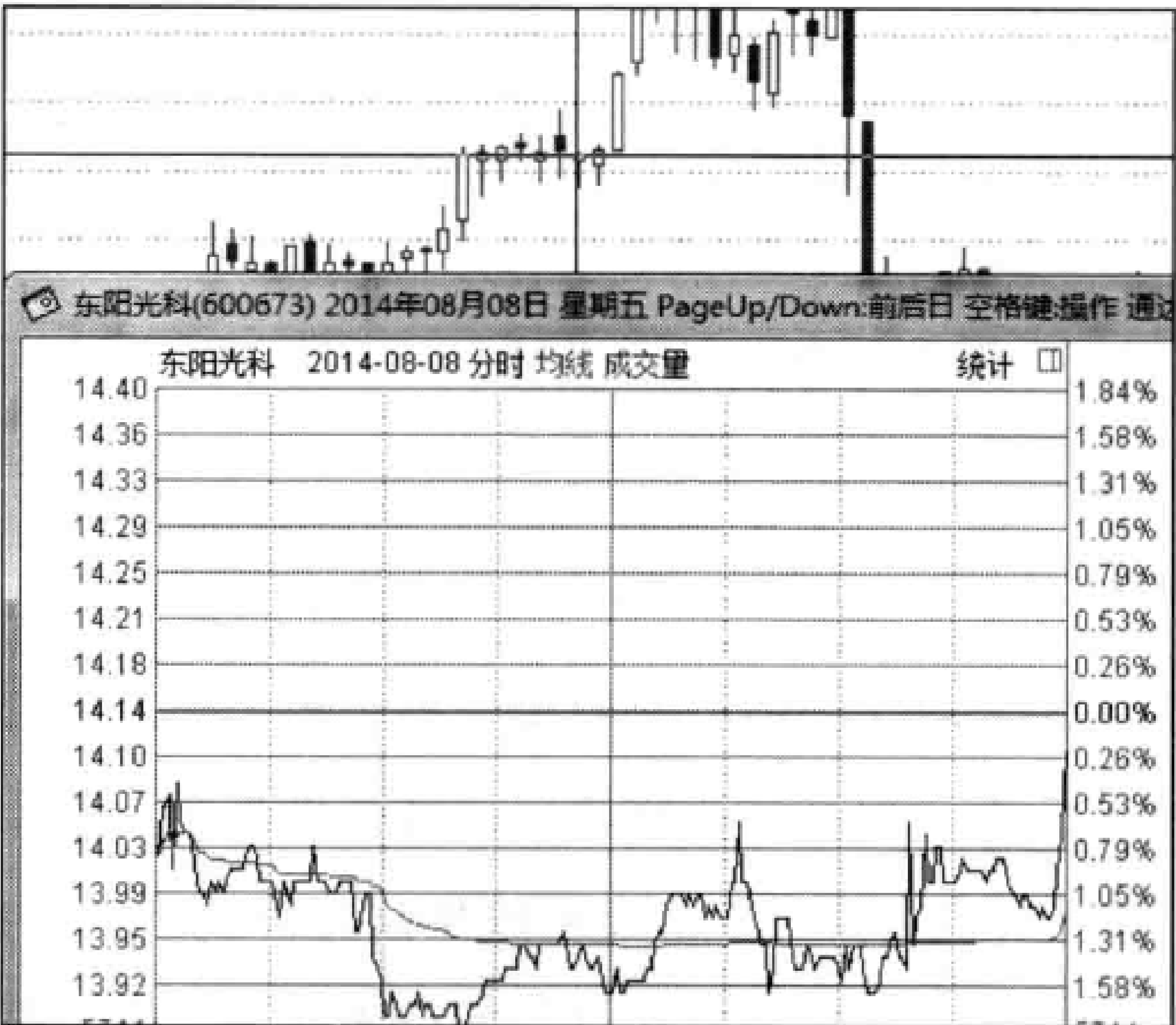
2. 东阳光科

下图所示为东阳光科在 2014 年股价开始大幅上涨，大涨后股价连续出现尾盘拉升的情况，用来保持高位横盘。在高位横盘后大股东开始增发、股权质押、减持，这三种武器并用。很显然维持高股价就是为了换来更多的钱，而坐庄可能损失的钱，相比大股东在高位的资本运作，根本是九牛一毛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net







全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.3.3 第三类：放量对敲，股价异动

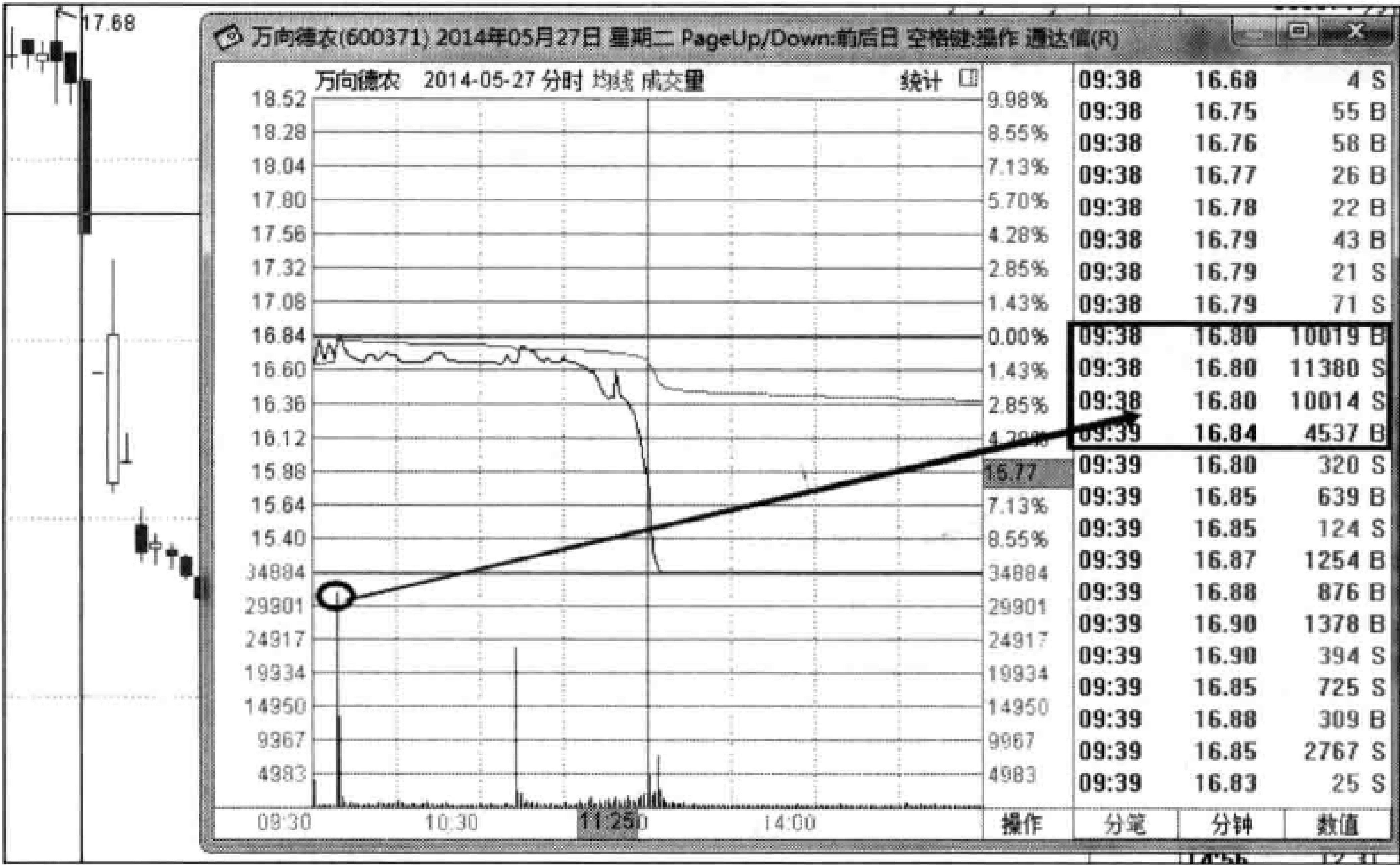
这类股票控盘的程度相当高，盘中的特征是出现多次大手笔的“对敲”成交，往往股价并未出现明显的变化，或者分时图走出大幅波动的形态。

1. 万向德农

2014 年 5 月 27 日股价跌停。而在大跌前几天股价异动明显，盘中频繁地出现单笔巨量，特别是在跌停当天，盘中出现巨量但股价几乎纹丝不动，这是典型的对敲。当然万向德农早在底部上涨初期就有非常明显的庄股痕迹了，出现多次盘中放量、尾盘拉升等情况（大家有兴趣可以自己去看看），如下图所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值得一提的是，万向德农在没有基本面支撑的情况下，股价从底部能翻番全靠庄家的买入和操纵，但庄家想要在这种情况下出货也非常困难，所以跌停当天根本没有成交量，庄家也卖不出去，这时候怎么办？我讲一个小故事给大家：商人进山买猴，最开始定价 100 元一只，几个村民试着抓猴子，果然赚到 100 元，于是商人很快买了很多的猴子，这时山上的猴子变少了。商人提价到 200 元一只猴子，村民见猴价翻番，全村出动都去抓猴子，商人又买到很多猴子，这时候山上几乎没有猴子了。商人继续提价到 500 元一只，因为没有猴子了，村民们只能干着急。这时候，商人借机离开村子，他的助手悄悄回到村里，开始以 300 元一只卖猴子，村民全部照单买入，因为他们坚信商人再回来后会用 500 元的价格买这些猴子，但商人再也没有回来了……这就是很多股票的坐庄计划。从下图可以看出，万向德农 2014 年 5 月 29 号开始玩出货的“买猴游戏”，当天的实际换手率接近 80%（2 亿总股本中，大股东的 49%股份是不会参与交易的），毫无疑问，庄家完全出货完毕，而散户接盘完毕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 福建水泥

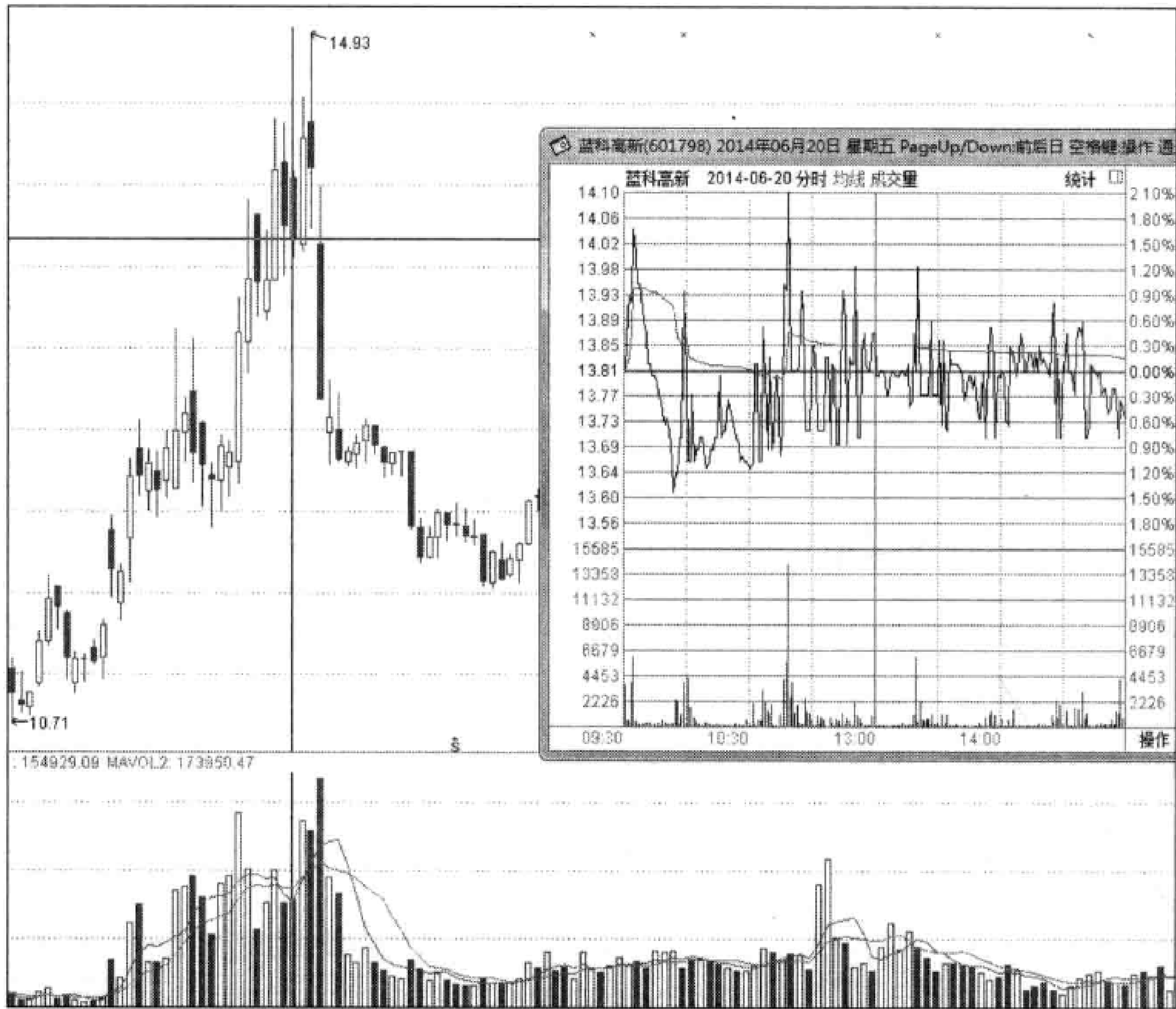
福建水泥在 2014 年年初的这波 60%上涨行情时是没有基本面支撑的，并且也是背离其他水泥股走势的，在上涨过程中早早地出现了放量对敲、尾盘拉升的情况（注意上涨前和下跌后的成交量，这一轮的上涨显示出明显的资金推动的痕迹）。下图所示为 2014 年 3 月 31 日的分时图，这时候庄家想要出货的信号非常明显了。注意图中 13 时 51 分开始的放量，这一分钟的量相比全天其他时候显得无比巨大、一柱擎天，但股价只是小幅变化。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 蓝科高新

除了盘中突然放量的对敲外，还有另一种对敲形式，下图所示为蓝科高新 2014 年 6 月 20 日的分时图。注意当天该股每分钟上下的波动非常巨大（经常一笔交易就能波动 2%），这样的波动持续一天，这是正常的吗？显然不是，这是典型的资金高控盘的特征。同样，注意上涨前后成交量的变化，蓝科高新从底部上来的 50%的上涨行情显然就是资金推动的结果。

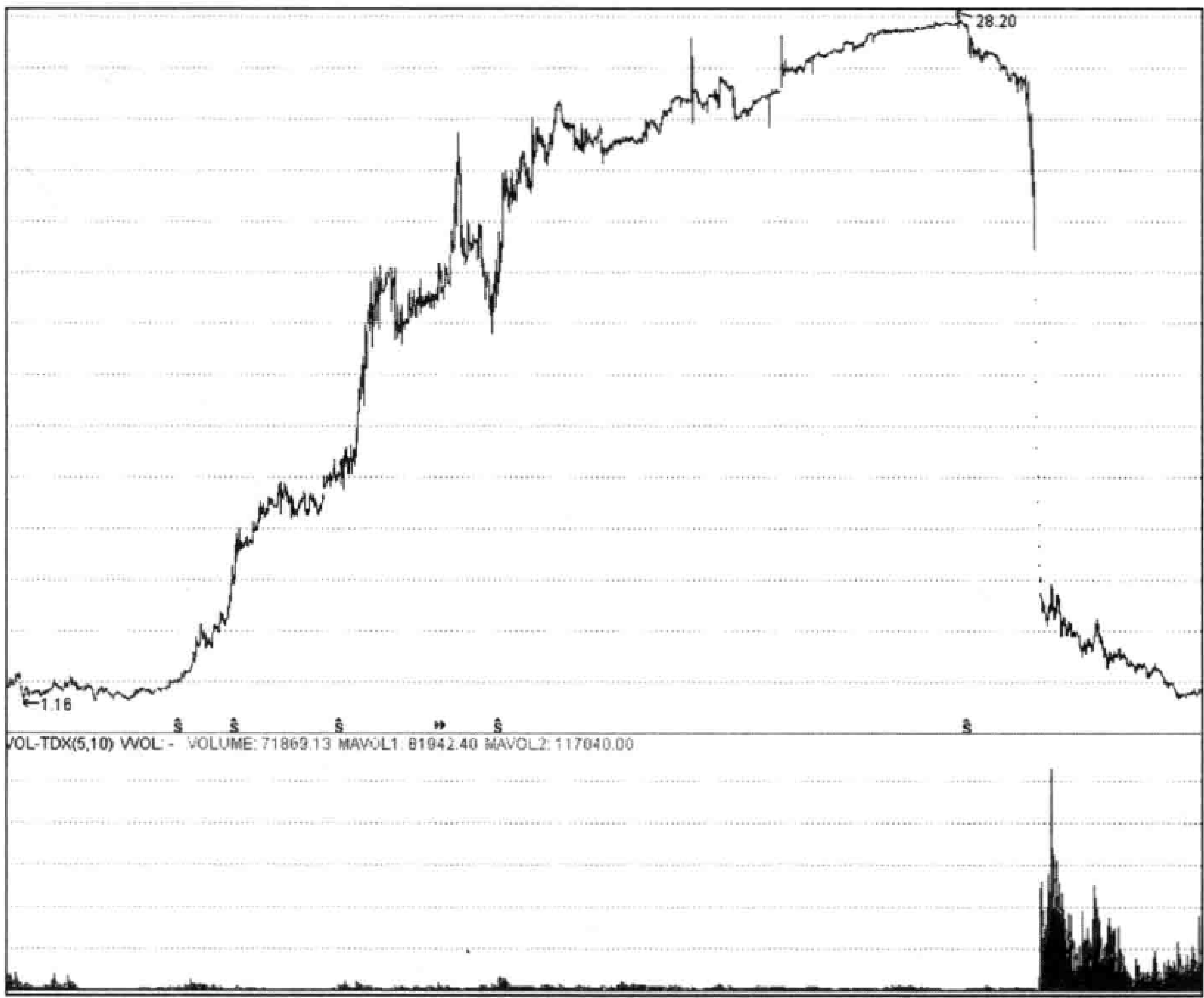


10.3.4 第四类：控盘缩量长牛型

这是 10 年前标志性的庄股控盘模式，具体的操盘模式是：某一拥有雄厚资金的集团或个人（例如德隆系），利用数百上千个关联账户对某几个股票进行买卖，最终拿到大多数筹码，几乎完全控盘。此时股价的上涨就变得很简单了，只需要左手账户卖右手账户不断拉高即可。但这种坐庄方式有一个最大的弊端就是，在拉高后很难找到接盘的人，如果庄家的资金链

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信: 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

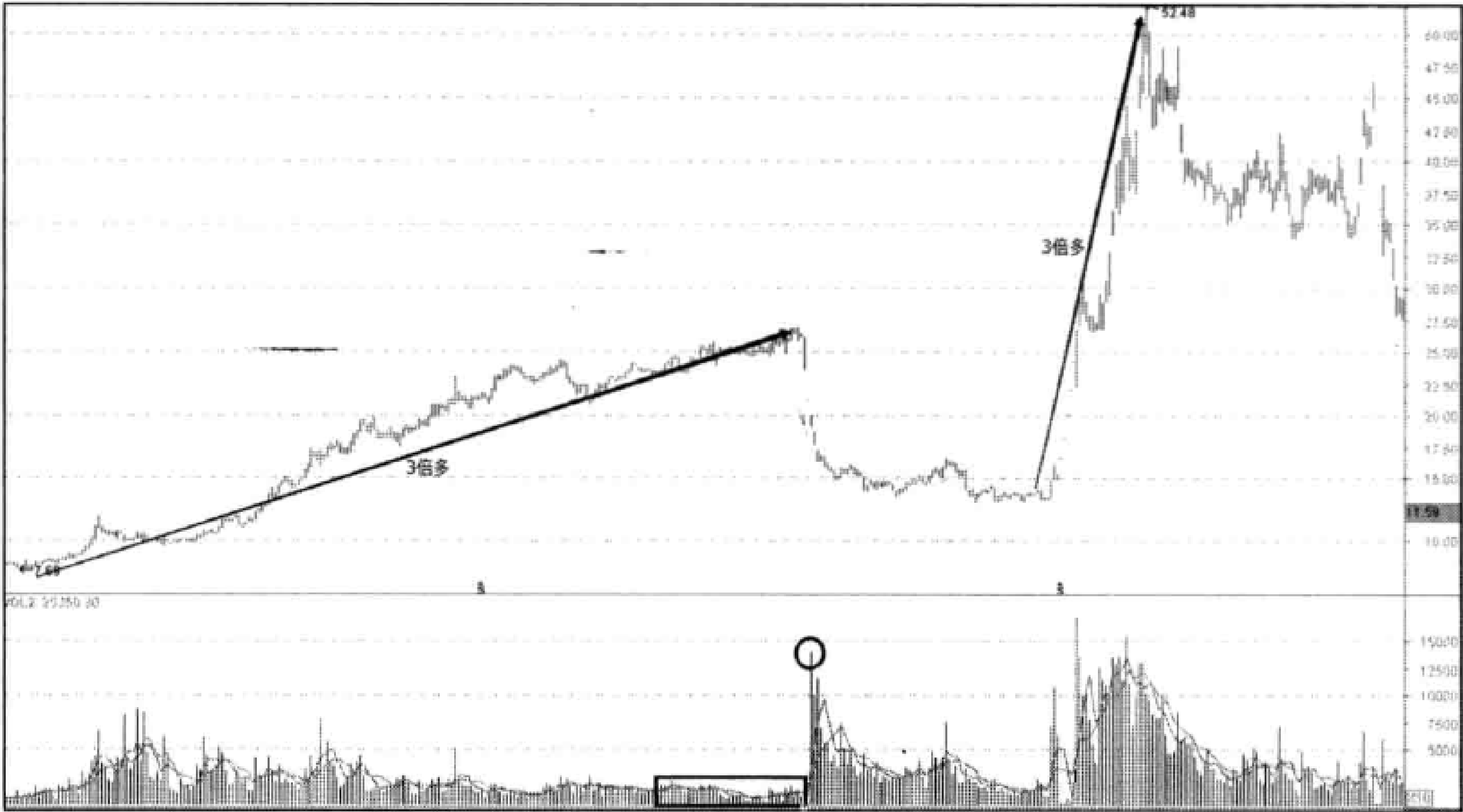
出现问题，那么股价就会“飞流直下三千尺了”。下图可以看看当年德隆系旗下的合金投资的走势（注意大跌前后的成交量对比）。



1. 百元裤业

2014 年前三季度，公司营收不过 2.88 亿元，同比下降 6.81%；净利润更只有 1571 万元，同比下降 51.8%；并且公司的业绩是从 2012 年就开始连续大幅下滑（因为服装行业整体不景气），但是公司的股价在 2012～2013 年却逆市大幅上涨（当时根本没有任何概念）。虽然此后庄股泡沫一度破裂，股价大跌。但在 2014 年 4 月，公司凭借收购一个不知名的电商公司，开启跨国电商概念，股价又开始连续涨停，收入 3 亿，一个盈利不到 2000 万且毫无前景的公司，市值一度高达 100 亿，简直不可思议！显然“卖猴子”的庄家又杀回来了。毕竟这个流通盘仅 3300 万的股票，实在太有坐庄的诱惑力了。至于结局会怎么样，大家拭目以待，如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 上海莱士

上海莱士目前的市值接近 700 亿，早早地超越了恒瑞医药成为 A 股医药股的 No.1（我曾询问过医药行业资深人士对此的看法，他们纷纷表示 A 股神一般的逻辑，简直无法理解）。公司的基本面根本配不上那么高的市值，同行业老大华兰生物，营收和利润都是上海莱仕的 3 倍，但市值只有莱士的 1/4。上海莱士能够大幅上涨完全是公司自己参与坐庄的结果。公司股价在拉升的过程中不断出现利好：资产重组、10 送 10、股权激励、业绩预增，等等。并且每每遇到下跌或坐庄资金匮乏时，公司总会适时停盘，过去一年时间里公司一半时间处在停盘的状态（经常延期复盘），因为这样可以减少维持高股价的资金成本，也可以利用停盘时间筹得资金，打爆空头。维持高股价的目的就是质押、增发、减持，就是想尽一切办法从小股东身上搂钱，如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10.3.5 第五类：借利好，假突破，真出货

这类股票在 A 股真的太多了，最典型的比如在 80 元借乙肝疫苗消息停盘的重庆啤酒。

说完庄家操纵股价的案例，再说说这些操纵背后的人。坐庄的人大部分是以游资为主，做得更大一些的就会以德隆系这样的小集团公司的形式出现。比如私募一哥徐翔，他以前其实是江浙一带非常有名的“涨停板敢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

死队”大佬，即便是在发行了大规模的私募后，操作风格依然没有多大的改变，大部分时间都是通过坐庄鱼肉散户来获利的（因为盈利能力的局限性，所以徐翔的私募严格控制规模，规模太大了他就立马分红）。这两年如果有持续跟踪徐翔的朋友应该能观察到一些猫腻，比如徐翔的那些进入十大股东的股票，大部分持仓时间不会超过一个季度，而且往往在季报或年报公布的时候，这些股票会很配合地走出一波放量拉升的行情，但之后很多股票都会走出上述几种出货的手法。随着规模和影响力的变大，徐翔的坐庄方式略有改变，他玩的更大了，如举牌进入董事会，逼宫上市公司出利好（如高转送）来帮助自己坐庄成功。

而另外，一些资金参与坐庄并不是以营利为目的的。我简单地举两个例子。

1. 股份解禁

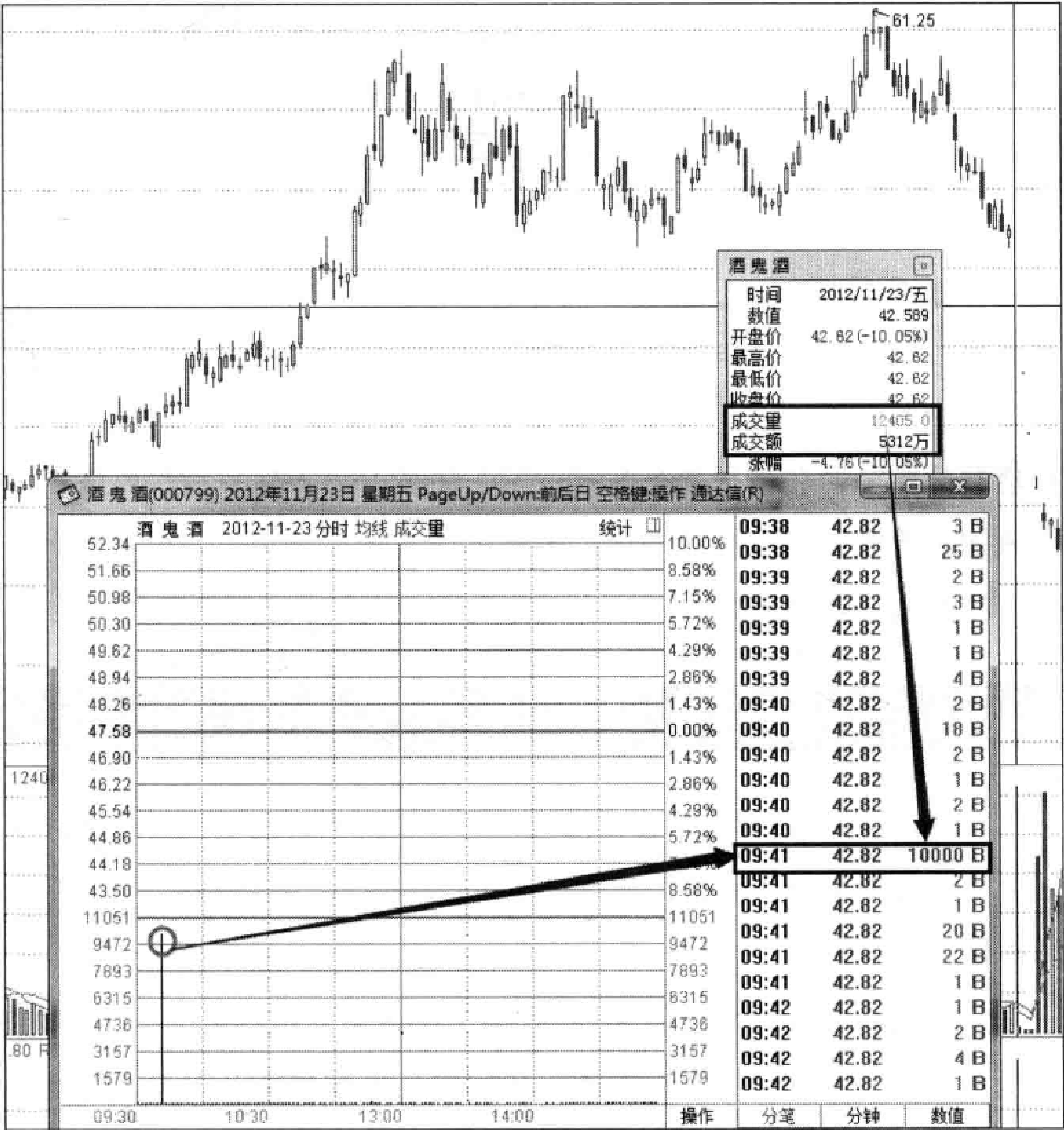
解禁股东想要获取最大利益的办法就是期待股价上涨。很多上市公司会在此时放出利好，炒热股价。有部分上市公司会暗中和某些资金项目勾结（或是自己坐庄），让他们参与坐庄拉高股价，这些坐庄资金根本不在乎是否盈利，只要最终大小能够成功高位减持，他们的操纵股价就是成功的（当然上市公司会和他们签订协议，如一旦亏损可以全额兑付，相比高位减持带来的利润，坐庄损失的钱根本不算什么）。

2. 协议接盘

协议接盘也是老鼠仓的一种行为。往往会在公募基金中出现，因为公募基金的钱毕竟不是自己的，很多基金经理会在金钱面前迷失了自己，最终参与老鼠仓事件。这两年最有名的案例就是大成基金和徐翔之间的“猫腻”。

2012 年 11 月，酒鬼酒被爆塑化剂超标，市场哗然。毕竟酒鬼酒作为 2012 年最牛的股票，短短 1 年多时间就上涨 10 倍。酒鬼酒在停盘期间，市场就预期复盘后必然会无量跌停。但在开盘后第一天酒鬼酒走势就十分诡异，如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



复盘第一天酒鬼酒成交量并没有像大家想象的一样缩量，全天一共成交了 12405 手，共计 5300 多万元，而观察分时图不难发现，仅早上 9 点 41 分这一分钟就成交了 1 万多手，这种集中的买入显然不符合常理，是非常明显的协议接盘。根据事后深交所的个股成交回报显示，这 100 万股是徐翔的泽熙投资的专用席位卖出的，而接盘的则是一家机构席位，市场传言接盘的机构恰恰是大成基金。时光继续往回倒退，回到重庆啤酒乙肝疫苗神话破灭之时，当时重庆啤酒开始连续无量跌停，而大成基金当时重仓重庆啤酒损失惨重，此时徐翔出手相助，救人于危难之中，根据当时的成交回报，徐翔的交易席位早在跌停打开前几天就开始大比例买入了，这也显然不符合常理，毕竟谁都不会在无量跌停的时候去抄底。从这两个事件不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难看出，徐翔和大成基金（包括其他公募基金）早就珠胎暗结，他们很多时候的互相帮助，甚至可以不以盈利为目的（就像是贿赂和受贿）。

我差不多已经把我知道的坐庄方式都表述出来了，当然，我表述的并不代表全部，甚至可能只是冰山一角。毕竟中国股市成立时间尚短，市场体制又有那么多的漏洞，“庄股”的普遍存在也就不难理解了。最后，我想多说几句。这些坐庄的手法都是我刚入市不久后自己总结归纳的，当时还是一个典型的新手心态。而我现在的投资重心早就不在此了，但对于一些恰好碰到的庄股，我也依然会观察一下，毕竟在我“好价格”的投资体系中，理解和观察市场资金的变化，也是一项非常重要的能力。当然，对于庄股，我都选择避而远之。

附录：个人投资语录小结

（1）市场有时候就像上帝，拯救那些自救的人。但是，市场有时候又不是上帝，他不宽恕那些不知道自己在做什么的人。——1983 年巴菲特致股东的信。

（2）面对有效性非常低的 A 股，面对人们不断地追逐着的热点和泡沫，面对优质股因为偏见而不断地下跌，我们应该心存感激，因为这是最坏的年代，也是最好的年代。

（3）最初我以为投资获利的要点就是能赚钱的时候要赚得足够多、足够快，后来我才发现风险控制更加重要，再后来我发现原来盈亏同源；最初我以为，投资就是熙熙攘攘、利来利往，后来我才发现无为有时候比无所不为要高明很多；最初我以为，左右逢源、充分灵活才是最牛的，后来我才发现有舍才有得，有稳定的风格，做有信仰的投资者何等重要。

（4）我有时也会思考认真严谨的研究是不是很傻，跟着大势和风向或许更为轻松。但每每内心深处总会有个声音，那是芒格说过的话：我从来不去试图成为非常聪明的人，而是持续地试图别变成蠢货，久而久之，我便能获得非常大的优势。在中国，绝大多数的情况下，根本用不着拼天赋，只要你比别人更努力更“蠢”这就足够成功了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）格林斯潘有句话："泡沫只有在破灭后才知道是泡沫"。大部分人身处当下很难搞清楚泡沫在哪里、泡沫会膨胀到多大，一切泡沫只有等到未来的某时某刻才会变得无比清晰，作为投资者的我们千万不要以为我们能幸运的在泡沫破裂前离开，知道自己会死在哪里，就应该永远不要去，别等到时候再去正视和接受已经破裂的泡沫，这是一种悲剧。

（6）人都是只乐于接受和自己观点一致的事实，或许对多数人而言真相是什么并不重要，重要的是他们愿意相信的真相是什么。

（7）我认为寻找"好生意、好公司、好价格"永远是正道，我既看空高估值的小盘股（即便很优秀），也不会重点投资平庸的大蓝筹（即便很便宜）。不过，我更倾向于"拼尽全力"在几个亿的小公司里面找"成长"（高成长低确定），而不会选择"舒舒服服的"在千亿市值的公司里找"价值"（高确定低收益）。

（8）有好多人说太过理性不可能在 A 股赚钱，在 A 股需要跟着市场一起疯、一起傻才能赚钱，但我想问的是，独立思考、逆向投资、不跟随市场意味着失败吗？死板的严守准则、理性到时真的会死吗？

（9）我在 A 股做投资的时候，经常会被老资格的前辈教育，说我只会"投资"而不会"炒股"，言下之意就是说我研究公司基本面的格局太小，要多重视和揣摩国家的意志，才能抓住风，跟上热点和题材，包括整个大势的运行，也是在政府的操控下的。一定要明确国家意志高于一切，国家意志决定一切。但我始终想不明白为什么做投资要把国家意志放在第一位？如果说在 A 股必须要揣测政府的思路、国家的意志才能"炒"的好股票，而选择相信常识，选择好生意、好公司、好价格的投资正道是注定失败的话，那么我宁愿选择离开。

（10）其实郭靖、阿甘和巴菲特是同一类人。他们年轻的时候就塑造了优秀的品质，那就是简单、正直、没有私心与坚韧不拔。他们的成功，绝不是聪明机巧，比他人更快、更高、更强，相反，是比他人简单、质朴、坚韧的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CHAPTER 11

成功的投资者还要具备的条件

本章我更多地会从主观的角度谈谈自己对市场、对交易、对人生的一些感受，以此来阐述除了理解“好生意、好公司、好价格”的投资体系之外，成功的投资者还需要具备的条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.1 正确的态度

本书的前八章阐述了理解“好生意、好公司、好价格”的投资体系是成为成功的投资者的必要条件。第九章阐述了想要在中国成为一个成功的投资者必须理解 A 股的特殊偏好。但除此之外，我认为正确的投资态度也是成功的投资者必须要具备的品质。

什么是一个投资者应该具备的正确的态度？本书在前三章介绍一些伟大的投资者的时候曾谈过一些，这里就再多谈一些我个人的主观感受，毕竟在“态度”这件事上，每个人的理解都不同。

11.1.1 幸存者的故事

首先，我认为正确的态度就是要具备正确的投资理念（“三好理念”）。资本市场是一个很有意思的地方，日常工作中如果我们犯了错误很快就会得到教训，反思总结就会有利于下次的提高；但是在资本市场里，有时你犯了错反而会得到一大笔奖赏，而坚持正确的事却可能一无所获，甚至还会亏损。于是在犯错得到奖赏后，很多人会加深对错误的认知，甚至开始把运气当作一种能力。我也一直认为用正确的方式亏钱远比用错误的方式赚钱来的重要得多，因为坚持正确的方式迟早有一天会赚钱，而坚持错误的盈利迟早有一天会“丧命”，投资从来不是平路短跑，而是垂直攀岩的马拉松比赛。其实炒股、做生意、做人都是一样的，有太多暴发户最终落魄的例子，他们并没有正确的价值观和伟大的人格，即便运气好让你能赚到大钱，最终的结局也往往不尽如人意。反观一些坚持正确的人生道路的那些伟大的人，即便他们一时遭遇挫折一无所有，他们有朝一日也能东山再起，一个人的品质才是决定一个人是否成功的标准。

其次，“大家”口中的股市至理名言——赚钱才是硬道理，在我看来一文不值。想要根据短期的业绩来反思自己的投资理念和行为是否正确这件事并不靠谱。知道自己真正错在哪里，哪些该改哪些该坚持，也是投资者必须具备的正确的投资态度。

当然也有那些在赌场里面总能赢钱的家伙，我把他们当做幸存者，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的成功是不可复制的，他们的言论也充满了幸存者的偏见，你觉得一个靠中头彩发家的人给你说发家致富的道理靠谱吗？放到股市上来看，也是一样。从一般的常识来看，长期（10 年以上）回报能保持在 30%以上的人就是顶级的投资者了，但也有极少数普通人稀里糊涂的就保持了超高的投资回报，这些人就是股市的幸存者。

关于“幸存者”，巴菲特曾讲过一个故事。

假设我们动员全美国 2.25 亿人明天早上每人赌 1 美元，猜一下抛出的一个硬币落到地上是正面还是反面，赢家则可以从输家手中赢得 1 美元。每一天输家被淘汰出局，赢家则把所赢得的钱全部投入，作为第二天的赌注。经过十个早上的比赛，将大约有 22 万名美国人连续获胜，他们每人可赢得略微超过 1 000 美元的钱。

人类的虚荣心本性会使这群赢家们开始有些扬扬得意，尽管他们想尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们会吹嘘自己在抛硬币上如何技术高超，如何天才过人。

再过十天，将会有 215 位连续猜对 20 次硬币正反面的赢家，通过这一系列较量，他们每个人用 1 美元赢得了 100 万美元之多。215 个赢家赢得 225 个百万美元。

这群刚刚成为百万富翁的大赢家们肯定会高兴到发昏，他们很可能会写一本书——“我如何每天只需工作 30 秒就在 20 天里用 1 美元赚到 100 万美元”。更有甚者，他们可能会在全国飞来飞去，参加各种抛硬币神奇技巧的研讨会，借机嘲笑那些满脸疑问的大学教授们：“如果这种事不可能发生，难道我们这 215 个大赢家是从天下掉下来的吗？”

事实上，即使是 2.25 亿只大猩猩参加同样的抛硬币比赛，结果也毫无二致，只不过赢家是连续猜对 20 次的 215 只狂妄自大的大猩猩而已。

就像巴菲特的这个小故事中说的一样，股市上有一些靠抛硬币赚到大钱的“幸存者”，他们自封为股神，到处大肆宣传自己如何通过抛硬币赚到大钱的理念。面对这些幸存者，我们无法反驳（也没必要），因为面对质疑他们会说：“如果我的方法是错误的，那么我是怎么连续取得那么高的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的？”我们无法改变这个世界和世界上的人，唯一能做的就是控制好自己，不要去参与抛硬币这场游戏。

接着来谈“抛硬币”投资，所谓抛硬币投资，说得难听点就是赌博投机，说得好听点就是靠市场赚钱。显然，赚市场的钱和赚企业的钱完全是两码事。投资企业的人看的是企业的基本面，看的是企业创造现金流的能力、ROE、ROIC、分红等，所以市场短期的涨跌意义并不大。而赚市场的钱，就像是等风来的猪，需要面对市场先生的喜怒无常（当然，我并不是否定赚市场的钱，不然也就没有好价格一说了）。

查理•芒格说过：我从来不去试图成为非常聪明的人，而是持续地试图别变成蠢货，久而久之，我便能获得非常大的优势。大家应该乐意做一个傻子，多学一些基本面分析的方法，只要自己学会了飞翔，就不用害怕市场的风往哪个方向吹。至于飞得高不高并不重要，重要的是你一直在飞。

11.1.2 坚持常识

能做到宗师级别的投资人，往往而且反复验证了一个真理：坚持常识。不过，越是常识，越不容易被坚守。因为常识看起来实在是太过于平淡无奇了。

人生苦短，我们总想着在年轻的时候，就用奇巧的方法获得成功的捷径，就像武侠小说中常常写到的那样，突遇高人、找到武功秘籍、喝到蛇血，等等。但我们最终的成功，不是一两次辉煌的战役，而是一系列的不败达到的，这就是复利的本质。

这里讲一个小故事。

某卡车公司高薪招聘司机，经过层层筛选之后，只剩下三名技术、经验很好的。最后一题主考官问：悬崖边有块金子，你们开车去拿，能做到离悬崖多近而又不至于掉落呢？”

“二公尺。”第一位说。

“半公尺。”第二位很有把握地说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我会尽量远离悬崖，越远越好。”第三位说。

结果这家公司录取了第三位。

投资也是一样，悬崖边的金子不要捡，远离尘嚣、远离人群、远离风险。尼采说过：更聪明的人类独处着，这并不是因为他们想孤独，而是在他们的周围找不到同类。成功伟大的价值投资者都是孤独的，他们找不到同类，你能找到同类，你也只能追随大众，跑输市场。

上文我曾说过，不论是基金经理，或是私募小散，A 股投资者的风险偏好一直很高，除了因为中国股市的特殊性，也是因为人性弱点总是难以克服，人在金钱面前，总是无法控制自己的欲望。所以投资者喜欢追求短期无法证伪的故事，认为价格和趋势比价值更重要。作为散户，他们的目光短浅而想要的回报却很高；作为机构，基本和散户无异，而且在排名的压力下，更有严重的抱团取暖的情结。显然，国内的机构和散户都在寻找捷径。追求高估值泡沫的盛宴每天都在上演，真正的常青树，通常是做着平淡乏味好生意的好公司，而不是让人激动的生意，看上去很美好的高成长公司。

“成功无捷径”这句话最应该对广大的中国投资者说。我不相信神话，只相信常识，我深知越是简单的原则越是难以坚守，我会继续傻傻地坚持最简单的投资原则：寻找好生意、好公司、好价格。

11.1.3 “伟大”的性格特征

在《对冲基金猎人》（Hedge Hunters）一书中，凯瑟琳·伯顿采访了美国 18 位优秀的对冲基金经理，发现他们的性格具有一些共同的特征。

有趣的是，这些性格特征并不像通常人们认为的成功人士的标准，甚至某些性格还是与所谓的成功形象相反。排在第一位的性格特征是独立，他们长期的投资成功很大因素来自于非常独立的性格，对投资坚持自我的判断、拒绝迎合他人尤其是大众。有时候我们会提到反向或逆向投资，但优秀投资者的独立性格，不是简单的与大众反向、逆向，他们有的时候与大多数人看法一致、有的时候不一致。关键是他们不去看大多数对市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点，而是永远坚持自己独自去分析市场，自己独立地做出判断。

毫无疑问，大部分的投资者都是不独立的，喜欢寻找与他观点相同的投资者，希望获得其他投资者的认同，这与优秀投资者的性格完全相反，优秀的投资者不需要他人的认同，他们自己有一套自我评价机制，而不是活在别人的标准里。

在金融市场上，投资者与分析师最大的不同就是，分析师是只说不练的，只分析、不行动。但是，优秀的投资者则不同，他们不仅是分析者，也是决策者，更是行动者。他们可以用广博的知识和智慧来分析判断市场，但更重要的是，他们能够果断地找到针对目前市场的最佳投资策略，然后具有勇气迅速地将决策付诸行动。

所以说，勇气对于投资者非常重要，而那些只说不练的分析师是没有勇气的，即使他们分析得再好，也不具有智慧，从各种分析中找到那个最佳决策，更不能将决策立刻变成投资的行动。从这个角度来看，我们要成为一名优秀的投资者，就不要去做一个分析师，不要只说不练，也不要知行不一，而必须训练自己果断决策、勇敢行动的性格。

优秀投资者还有一个性格特征是普通投资者最缺乏的，就是对自己诚实，这个“诚实”不是简单的不说谎那么简单，而是完全认识到自己的不足、有限和无知，不夸大自己的能力，不伪装自己可以预测未来的市场，更不盲目地以为自己可以分析一家企业准确的价值。

然而实际情况却是，绝大多数的投资者和财经媒体，每天都在做着这些预测市场、预测价值的事情，也就是每天都在做着“对自己不诚实”的事情。对自己不诚实的结果，就是投资时往往去做超出自己能力范围的事情，成功了以为自己无所不能、失败了则责怪市场或他人，而实际上都是对自己不诚实造成的。

诚实的另一个重要因素，是敢于承认自己的错误、并且迅速地改正，但人们太难承认自己的错误了，所以，当投资发生错误造成亏损的时候，非常难以接受亏损，这样就造成了亏损的持续放大，越亏越多直到被套牢。

优秀投资者与普通投资者一个最大的性格区别点就是敢于认错，做到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了对自己诚实，当发生投资判断错误时，能够迅速地转变过来，所以，他们很少发生大的亏损，遇到判断错误发生小亏损时，能够迅速认错减少损失，能够立即改正错误将亏损扭转为盈利。

英国精神病专家达顿对此做过大量研究，越是成功的人士，越是顶尖的专家，他们精神、性格就越是异于常人。比如，特立独行的思维，极度的自负、高傲，完全不在乎他人看法，与世隔绝、冷酷无情，独特的价值观……很多名人都有精神病史，比如，牛顿完全没有社交能力，经常对他仅有的几个朋友乱发脾气，50 岁那年由于严重的抑郁症和妄想症而导致了精神衰竭；爱因斯坦从小就有自闭症；文学界的海明威有家族的精神病史，最终自杀身亡；艺术界的梵高，最后精神分裂而自杀；哲学家尼采疯了，亚里士多德跳海自杀了，他自杀时曾经说道“愿厄里帕的水吞没我吧，因为我无法理解它”；张国荣抑郁症自杀；投资界大师巴菲特也是一个怪人，极度自我、专注、理性、不共情，毫不在意别人的看法。

无数的事例告诉我们，伟大的科学家、成功的商业人士、伟大的艺术天才、成功的投资大师……各行各业的伟人，几乎都具有异于普通人的天赋和人格。有时候疯子和天才只有一线之差，天才向左，疯子向右。尼采说过，上帝要让一个人出名，必先让其疯狂。所以有句俗话说得好：只有偏执狂才能成功。因为如果你的思维是和大多数人一样的，那你注定也会成为那大多数的普通人。

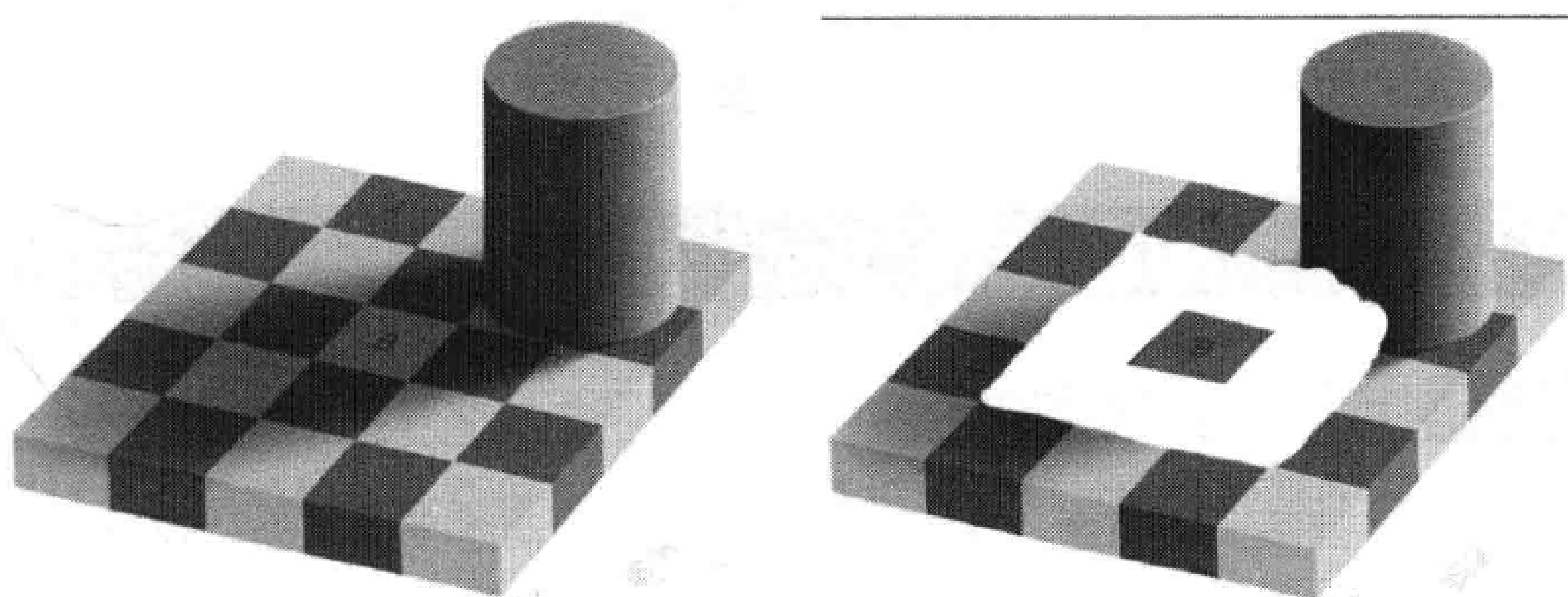
当然偏执狂并不是成功的充要条件，大部分的偏执狂会失败，并且败得比常人更惨，甚至有可能疯了。所以，想要做伟大的投资者并不适合每一个人，关键是找准自己的定位，对于没有天赋的人来说，努力做一个普通的成功的投资者，获得平庸但超过市场的收益也未尝不是一个好的选择。

11.1.4 投资者的劣根性

人都是只乐于接受和自己观点一致的事实，或许对多数人而言真相是什么并不重要，重要的是它们愿意相信的真相是什么。所以不要轻易相信自己“眼睛”看到并且认为理所当然的东西，因为这很可能是一个陷阱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如下图的 A 方块和 B 方块其实他们的灰度是一样的。



虽然，众多投资者频频告诫自己“不要用股价倒推基本面”，但人在情绪下很难客观，特别是周边的所有证据都指向“基本面”发生了若干变化（股价决定基本面是很多人放弃研究基本面的主要逻辑）。其实，很多时候“基本面”并没有变化，只是行情来了，越来越多人更关注基本面中好的部分，而忽视了坏的部分。大家的论据客观而真实，但并不全面。克罗说：一旦行情来临，总有基本面配合。所以“基本面”的客观只是相对的，很多时候只存在于人心。大部分认为基本面是客观的，可以求真，其实基本面是通过“投资者的认知”映射到股价上的。一个坏的消息出来，你可以说是利空出现而卖出股票，也可以说是利空出进而买入股票。

股市天天波动，接近高点或者低点时，人会乐观和悲观到极致，很容易对投资理念发生怀疑。此时需要的是冷静和坚持，停止关注行情。

在中国这个比较特殊的市场做投资，更需要坚定的意志来坚持“三好”投资体系，虽然市场在短时间内经常无效，但我们不能因此而改变自己的价值观。市场中充斥着太多的伪投资者，他们的分析都是流于表面，往往出于某个题材或者概念就看好一个公司，却从没有对公司做详细的研究，甚至连公司的主营都不知道，但是经过连续几年中国这个不合理市场洗脑，在这些“赚了市场的钱”的人眼中，价值投资甚至沦为亏损的代名词。但事实上，在过去几年里那些真正优秀的投资者是站着依然把钱给赚了，明白投资是“赚企业的钱”，这点非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，正是因为种种的偏见和不理性，市场才会有低估和高估的机会，优质股因为偏见而不断地下跌，所以面对有效性非常低的 A 股，我们应该心存感激，因为这是最坏的年代，也是最好的年代。

11.2 资产动态平衡（仓位控制）

11.2.1 资产动态平衡的必要性

首先要回答一个问题，我们为什么需要资产动态平衡（仓位控制）？往大的说，资产动态平衡就是风险控制的一种方式（风险控制的另一重要方式是做对冲和套利，本人并不擅长这个领域，故不做过多解读）。往小的说，因为对基本面的认识是个长期的循序渐进的不断证伪的过程，排除运气的因素，几乎没有人可以对一家公司或宏观经济未来的发展变化做出100%的正确判断。所以，想要减少风险获得更大的确定性，我们必须对于处在不同的发展阶段的微观公司或宏观经济做出不同的资产动态平衡调整。这就意味着我们必须要学会走一步看一步，而不是在一开始就全部押上（这是简单粗暴的赌徒行为）。没有永远的熊市，也没有永远的牛市，在单边市牛熊不断轮动的前提下，想要跑赢市场，只有更注重资产的平衡，微观个股也一样，即便是伟大的公司，也不可能永远地穿越牛熊，任何一家公司都有其生命周期性，只是长短不同罢了。所以，资产的动态平衡或称仓位控制的重要性不言而喻。

这里再说一个“小段子”。很多人经常会面对这样一个困惑（当然我也困惑过）：短期利益与长期利益要如何取舍？比如，从长期的角度看，一些优秀的成长股和低估的价值股仍有着非常不错的前景，但从短期看，因为极端的情况出现，成长股也好价值股也好短期可能面临很大的调整或者持续跑输市场。那么未来与现在哪个更重要？长期和短期利益如何取舍？我始终觉得偏向哪一方的选择都不是一个好的选择，解决这个问题的核心是应该问自己：仓位是否合适？

其实个股也好，大盘也好，你判断正确后股价最终涨跌多少并不是最重要的，关键在于你对仓位的控制。索罗斯曾说过：对和错并不重要，重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的是你在正确时收获了多少，你在错误时损失了多少。我一直认为，除了分析好生意、好公司以及通过人性和市场资金趋势判断好价格外，资产的合理分配能力也是同等重要的（不论是小散户还是大资金都是一样的）。在这一点上 Sosme（张伟）前辈是我学习的榜样，Sosme 在资产配置（动态平衡）方面堪称大师，大家值得学习。

这里不得不再解释一下我的网名的意思。Value at Risk 按字面的解释就是“处于风险状态的价值”，即在一定置信水平和一定持有期内，某一金融工具或其组合在未来资产价格波动下所面临的最大损失额。一般是在银行这样的金融系统中的作为风控指标，目前已有超过 1 000 家的银行、保险公司、投资基金、养老金基金及非金融公司，采用 VAR 方法作为金融衍生工具风险管理的手段。利用 VAR 方法进行风险控制，可以使每个交易员或交易单位都能确切地明了他们在进行有多大风险的金融交易，要知道在金融投资中，高收益总是伴随着高风险，交易员可能不惜冒巨大的风险去追逐巨额利率。所以，有必要引入考虑风险因素的业绩评价指标。如果执行严格的 VAR 管理，一些金融交易的重大亏损也许就完全可以避免。我的“三好”投资理念本质上就是为了追求稳定的收益，而“稳定”是指风险和收益的最优平衡，简单表示就是价值 at 风险。

具体到股市上来，每一个个股都可以根据历史波动数据来计算 VAR 值（多个股票构建成一个投资组合也是一样的）。不过，虽然像 Wind 这样的系统都会帮你自动计算好 VAR 值，但意义不大，毕竟不是做程式化交易。在具体操作过程中，理解 VAR 的意义比精确的计算更重要。对于我的投资体系来说，我追求的是在不同的风险区间下，保持与其相对应的不同的仓位。当然这种操作主要是对应个股而言。

简单来说，我追求的是用资产的动态平衡来保证风险的可控，虽然有时候这意味着可能要放弃更多的收益，但只要放弃的收益能换取更高的确定性，这就值得。当然对于动态平衡的模型我仍不断在摸索。具体跌多少加仓，加多少，我觉得这并没有一个固定的公式，需要结合个股自身的走势或大环境的情况分开考虑。对于下降通道的个股来说，并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是简单的越跌越买，大多数人总是喜欢在下跌通道的反弹过程中补仓，这是不对的，应该是碰到放量大跌才是补仓的好时机。即便个股处在上升通道中，到了一些特定的压力位置也不是很好的加仓点，追涨也要有追涨的技巧。

当然对于“艺术细胞”缺失的人（市场情绪把握和资金流向把握比较差），考虑到你没有天赋或经验的情况下，刻意死板地进行程式化交易或许也是不错的选择。比如每下跌 10%，买入几百股；每上涨 10%，卖出几百股等这样的固定仓位平衡模式。

再多说几句，过去那么多年对于大多数人来说，全球配置并不现实，因为中国相对封闭，资金走出去比较困难，但现在全球配置变得越来越容易，特别是沪港通之后，宣告了全球化配置已经彻底开始了。对于投资者来说，资产配置将会不再是针对 A 股内部的了，我们更需要思考“哪里便宜去哪里”这个问题了。

11.2.2 资产动态平衡的方法

1. 建立投资组合

格雷厄姆强调了投资组合的重要性，他曾说过：“同一市场的组合和不同市场的组合都是必要的，能够有效规避风险”。（格雷厄姆早期是数学专业出身的，他曾搞过统计工作）。”巴菲特多次在致投资者的信中强调了现金与资产平衡配置的重要性。巴菲特 1961 年致合伙人的信中说到：“我的投资组合主要由三部分构成：第一部分主要由价值被低估的证券组成（即普通股投资），这是我们投资组合中最大的一部分。通常我们对于持有量最大的 5～6 只证券会分别投入占我们总资产 5%～10%的资金。而对于其他持有量较小的 10～15 只证券则会投入占我们总资产更小的比例的资金。第二部分是套利性投资。它们是那些涨跌结果取决于公司的特定行为而非市场对于该证券的供求关系的股票。这一部分将会构成年复一年的较为稳定的利润，且很大程度上与道琼斯指数的表现无关。在任意时期，我们都可能会有 10～15 项这样的投资。第三部分则是获得目标公司的控制权或者通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过持有其较大比例的股权对该公司的政策产生影响。”

巴菲特所说的三点中，第二和第三点是一般投资者不可能做到的，所以我们需要特别留意的是第一条：5～6 只股票占据 5～10%的资金，其他 10～15 只占据较小的资金。这就意味着巴菲特对重仓股的配置是每只 2%（单只股票持仓市值不高于总资产的 10%)，并且持仓个股会超过 20 只。

考虑到巴菲特的资金量非常大，持仓比例和持仓数量或许不适合一般的投资者，那么我们应该建立一个怎么样的投资组合比较好呢？下面我借用网络名人“岁寒知松柏”的一段研究资料。

这里有一个统计公式，我们可以把它应用到股票：抽样单位数（即组合内股票只数）={概率度 T^2*判断准确率*（1-判断准确率）} /误差率^2。

抽取样本的概率度 T 可以用正态分布公式倒推出来。比如当概率保证为 99.73%时，概率度 T=3，但是要有 99.73%的概率保证，那最终计算出的样本数目会很大。若只取 8、9 成的抽样概率保证，对自己抽取的股票有 8 成的胜算，同时允许 20%的判断误差，也就是胜算允许上下限浮动到 60%～100%（这个区间通过认真研究应该做得到)。8 成的概率保证对应的 T 值为 1.28、9 成对应 1.67。

那么上述公式的结果就可以改写为：

1.28^2*0.8*（1-0.8）/0.2^2=6.56

1.67^2*0.8*（1-0.8）/0.2^2=11.16

所以得出的一个结论就是：7～11 只股票的组合，既能防止黑天鹅，又能尽量提高收益率。如果认为自己选股能力很强，资金也不多，可以减少到 5 只左右，但尽量以不低于 3 只为宜。

而相对的，一般规模较大的基金公司在保证抽样概率的情况下，T 值可能会选 3，结果就是 36 只股票。如果只要 95%的保证度，T 值为 1.96，那么只要 16 只就够了。

以上组合数量的分析，是假设组合内各个股平均持仓，接下来我们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以再思考一下凯利公式在单只股票仓位配置上的应用问题。

凯利公式：（赔率*赢的概率-输的概率）/赔率=仓位；我们把公式变化一下：仓位=赢的概率-输的概率/赔率，其中，赔率=预期的上涨幅度/可能的下跌幅度。

如果我们预计上涨的幅度（业绩增长或估值上修）不小于下跌的幅度（下跌幅度的最大值是 100%），则赔率大于 1。那么只要有一半以上赢的概率，我们就可以投资买入。

这里可以举个例子：中国香港长期存在大量的末日轮，由于溢价比率很高，其到期行权的概率很低，即绝大多数时候会变成废纸。末日轮的交易底价一般是 0.01 港币，一旦正股大幅波动导致它可能行权，那它往往可以很轻松地翻倍甚至翻几倍。由于末日轮下跌的幅度最多也就是 100%，所以赔率值会远大过 1，回报看起来很诱人。但是，因为能发轮的都是市值以百亿计的大盘股，大盘股在一个月内大幅上涨（比如三五成以上）的概率非常小，估计 100 只有权证的大盘股，单月能涨三五成的票肯定不超过 10 只，即赢的概率一般难超过 10%，而输的概率会超过 90%，所以若要下注建仓，至少得有 9 倍以上的预期涨幅，那样公式才会变成正数。很多初入港股的朋友受不了一个月甚至一天涨几倍的诱惑，会去投机买入这种末日轮，结果肯定是输多赢少的。

以上就是“岁寒知松柏”的研究成果，我个人虽然没有精确计算过，但我一直以来都是坚持 10 个股票左右的持仓，最少不会少于 5 只，最多不会多于 15 只，并且每个股票的持仓比例一般都在 10%左右，最高不会超过 15%（如果因为上涨则可以容忍到 20%再减仓）。

总的来说，我买入的三原则是：好行业、好公司、好价格；而风控的三原则是：不融资、不做空、不集中。

2. 持仓时间

通过计算 2000～2013 年 10 倍股最高股价所在日期与最低股价所在日期的时间差我们发现：857 只 10 倍股中 93.2%（799 只）需要 2 年以上的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间完成超过 10 倍的涨幅，2/3（574 只）需要持股 3 年以上，超过一半的 10 倍股（448 只）需要持股 5 年以上。如果刨除 2006、2007 年牛市造就的 236 只股票，剩余 621 股的平均持股时间达到 5.6 年。这样的结果还是基于投资人能够精准确认买入时点之上，如果考虑买入后等待上涨的时间，那么持股 5～10 年就是获取 10 倍以上收益的必要条件了。

3. 大类资产的配置

除了分散仓位之外，资产动态平衡中最重要的一项就是对大类资产进行配置和再平衡。举三个例子：①虽然理论上优秀的公司可以穿越周期，但且不说这对择股的能力要求非常高，更重要的是对不期望遭遇剧烈波动风险的投资者来说，如果此时能通过对市场的极端状态做出正确的判断，对大类资产进行正确的配置和再平衡，那么就可以避免极端事件对资产的打击；②因为 AH 股的溢价问题而对 A 股和 H 股进行不同的仓位配置平衡；③在市场利率和经济基本面出现变化时，对债券、现金、股票做正确的仓位配置。

当然，对大类资产进行动态平衡需要非常深厚的投资功底，需要投资者能在不同时间点对不同的市场做出正确的判断，这显然需要投资者拥有投资全球的能力以及对宏观的深刻认识。在这一点上我也是一个初学者，就不班门弄斧了，如果还有机会出下一本书，那么我考虑那时候再给大家详细说一说。

4. 对风险的理解和控制

【理解】或许会有不少人认为大资金和小散户的资产配置应该是不同的，其实大家忽视了资产收益需要进行风险调整（VAR 计算）。资产配置越平衡所对应的风险就越小，而相反，追求更大的波动性和风险，就必然需要更激进的资产配置，这和资金大小并无关系（几个亿也可以做超短线）。所以我认为资产配置对于大资金和小资金本质上是一样的，只是你所期望的和能承受的风险大小不同罢了。

【控制】我们知道分散投资、建立组合可以降低系统性风险，但这只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是统计意义上的降低风险。我认为最重要的还是要深入理解个股的基本面，并且对可能发生的意外情况有足够的应对能力。投资的决策不是一个“我认为必将如何如何”的简单的单线条框架，而是“我认为某种情况可能性更大，但如果错了我可以怎么办的”复杂的多线条立体模型。

小结：大类资产的配置、（系统性）风险的控制、个股的选择是三个不同层面的操作。就一个短周期而言，个股选择（对好生意、好公司、好价格的判断）是最重要的。但随着管理资本的增大以及时间的拉长，风险的控制和大类资产配置的能力就会越来越重要。

11.3 心路历程

11.3.1 职业投资的心得

作为一个从事职业投资 5 年的投资者，在这里分享一下我一路走来的心得。

第一，要学会方法，像巴菲特、彼得·林奇、索罗斯这些成功的大师们的理论一定要多看看，这也是形成自己投资体系的重要一环。我也是看完了大师们的书后才慢慢形成了“好生意、好公司、好价格”的投资体系，我给自己的定位是 60%的【彼得·林奇+费雪】，40%的【巴菲特+芒格】。这里推荐一些大师们的书，《乌合之众：大众心理研究》、彼得·林奇的《成功投资》、《战胜华尔街》、《投资最重要的事》、《股市进阶之道》、《非理性繁荣》、《漫步华尔街》、《证券分析》、《巴菲特致股东的信》、《股票作手回忆录》、《聪明的投资者》、《穷查理年鉴》……这都是属于入门必看的书。

第二，要努力学习一些基础的研究方法，比如会计学、审计学、宏观微观经济学的一些基本理论等，这些十分重要，建议可以把大学经济学专业的教学用书看一遍。我自己是机械自动化专业出生的，我看财务报表所用的会计知识就是自学的，包括经济学也是。

第三，要多看报告，年报、招股书、研究报告都是必读的，当然一开始自己没有解读的能力没有关系，可以通过卖方报告、其他机构或个人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研报来学习。早几年前，作为水平低下的初学者，我看报告非常“疯狂”，每天都要阅读大量的卖方报告，后期开始学着自己去看年报看招股书等。我觉得通过看大量的报告可以学习和补充宏观、行业、个股的专业知识，这对拓展自己的能力很有用。我也是看了大量的报告后才大致整理出一些“好生意”。当然作为初学者，面对大量的信息肯定有些茫然，但没有关系，路是一步步走的，饭是一口口吃的，知识是慢慢累积的。额外说一句，虽然卖方不管是策略还是行业还是个股，有很多垃圾报告，但研报一定要多看，多筛选。具体的研报平台可以选择上迈博汇金。

第四，最好能对自己的操作或判断做一个记录，从操作的角度，你或许可以不投入很多资金，但一定要建立一个模拟的股票池，这就是你未来的金库。对于我来说，我建立的股票池（大约 100 个关注标的）已经持续了 4 年时间，这期间不断地有股票进进出出，毕竟看对看错都很正常，关键是要保持跟踪，不断地证伪、证实自己的观点，同样，最好能将自己的观点和判断记录下来，过段时间再去看看是否能证实。我经常会去看我过去写过的东西，吸取成功的经验或失败的教训。

第五，初期一定要多参与交易（可少量投入），用实际的操作来证实自己的判断和逻辑，学费该交还是要交，千万不要闷头搞研究，离市场太远。记住股票有两个属性——企业属性、市场属性，既要会赚企业的钱又要懂得赚市场的钱。但一定不要去学什么涨停大法，K 线组合，波浪理论这些东西，多观察市场情绪，多观察热门股的走势，了解市场的情绪和人性、资金的流向和偏好。

第六，进入“高手们”的圈子里，多和前辈们交流，比如雪球这个平台就很好，当然有机会也可以线下交流，和“前辈们”一起去调研，这个阶段要多累积人际关系，积累资源。

第七，有了一定的水平，累积了一定的资源之后，你可以想办法加大投资的力度（不仅是自己的钱，也可以尝试帮里别人的钱），当然这个阶段，也要继续保持学习研究的动力。

第八，反复前 7 个过程。不断的坚持：看书，看研报，写东西，认识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高手，实地调研，慢慢形成自己的投资风格，投资理念，对市场的看法认识、策略。当然这期间一定是艰苦且漫长的。坚持就是胜利。

至于要坚持多久才能小有成就，我觉得每个人天赋不同，需要的时间也不同。反正对于我自己而言，我这些年来大部分时间的日常生活是每天睡觉 6 小时，吃饭外加其他时间 2 小时，我一不打游戏，二不看电影电视，三不娱乐，四很少出去玩。这样的生活坚持了 5 年。投资这行真的是活到老学到老，永远没有停下来的一天，你看彼得•林奇、巴菲特、索罗斯这些大师，除非金盆洗手完全退出不干了，不然他们一直都保持学习思考的状态。

这里，我也劝想要做职业投资者的各位一定要想清楚了，做职业投资者真的很不容易，要坚持下来就更不容易了。其实大家完全可以不用那么累，看好中国未来发展的完全可以买指数的 ETF，省心省力。如果你想做一个有超额收益的职业投资者，找到好生意、好公司、好价格，那么我用我自己这些年的血泪史告诉你，这是一条无比艰难的路，甚至是一条不归路，因为你努力了半天，很可能最后也没办法成功（跑不赢指数）。很多时候天赋、努力、运气缺一不可。所以各位要想好了，要不要花掉你毕生的精力和有限的时间投入职业投资这条无尽的道路上来，或许真的应该多想想买什么 ETF 这个问题才更好。

11.3.2 人生观、价值观、世界观

每个人的价值观不同，有的人不求天长地久只求曾经拥有，只要轰轰烈烈一次，一辈子无憾。有的人希望安安稳稳地度过一生。并且每个人的价值观和世界观是会随着时间、经历而出现变化。或许会有很多人不理解为什么我作为一个 30 岁不到的年轻人要那么保守。其实，初入股市的时候，我也是渴望轰轰烈烈的人生的，当时我一度崇拜过利文摩尔这样的人物，希望自己也能从一无所有能到几亿身家，即便最后破产一无所有，我也认为这样的人生是值得的。但直到经历了一些事，遇到了一些人，失去了一些东西之后，我才改变了自己的价值观。我觉得只有踏踏实实的一步一个脚印，或许梦想就会在不经意间实现了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了不让真理的路上人满为患，命运总是让大多数人迷失方向。上帝是很公平的，不论在什么行业，成功从来不会一帆风顺，成功者永远是努力+天赋的少数，在投资界更是如此。

我一直认为只有努力过，才有资格说自己的天赋和运气不好。但现实世界对大多数人来说太过残酷：人们总是老得太快，而又聪明得太慢。当你明白你需要努力的时候，你已浑浑噩噩度过了大半生，梦想对大多数人而言只存在于梦境里，所以多数人只能妥协地活着。

所以我认为除了努力和坚持，我找不到成功的第二条路。即便我没有天赋无法成为顶尖的伟大的投资者，但至少我可以努力成为一名优秀的投资者。冰心有句名言：成功的花，人们只惊羡她现时的明艳！然而当初她的芽儿，浸透了奋斗的泪泉，洒遍了牺牲的血雨。当然曾经的我，也是一个“懒”人，看看电影，玩玩游戏，炒炒短线，不会去看书，看年报，看招股书，看有用的信息，整天悠闲地上网敲打着键盘，以为这就是我要的人生，这就是成功的投资……

其实投资、做人都是一样的，一个人的投资观就是其价值观、世界观、人生观的体现。我的投资观就是不断努力学习大师们的成功经验，不断摸索着形成自己的投资理念，不断坚持着走在正确的道路上，不论市场如何变化都要坚持寻找满足“三好”条件的公司，我希望我在追求梦想的过程中，顺便站着把钱赚了。

当然，成功的投资者又是孤独的。独立思考、远离大众的结果必然总会遭到各种质疑。张小娴说过：孤单不是与生俱来的，而是由你真正爱上一个人那一刻开始的。我说：孤单不是与生俱来的，而是由你真正读懂了、爱上了投资那一刻开始的。我宁愿做一个大众眼中的傻子，我宁愿做一个偏执狂独自上路，或许只有偏执狂才能成功。

想起来杨绛的一百岁感言，对我来说也是足够深刻：

“上苍不会让所有幸福集中到某个人身上，得到爱情未必拥有金钱；拥有金钱未必得到快乐；得到快乐未必拥有健康；拥有健康未必一切都会如愿以偿。保持知足常乐的心态才是淬炼心智、净化心灵的最佳途径。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切快乐的享受都属于精神，这种快乐把忍受变为享受，是精神对于物质的胜利，这便是人生哲学。一个人经过不同程度的锻炼，就获得不同程度的修养、不同程度的效益。我们曾如此渴望命运的波澜，到最后才发现：人生最曼妙的风景，竟是内心的淡定与从容……我们曾如此期盼外界的认可，到最后才知道：世界是自己的，与他人毫无关系。”

虽然现在的我仍在为“自由和梦想”痛苦的挣扎着，但命运这种东西，我是一直不相信的，我绝不会向命运和生活妥协。谁凌驾于命运之上，谁就不是悲剧的主角。当然，我拼尽全力一生奋斗，或许无法改变世界，但至少能不让这个世界改变我，就足够了。

附录：“投资人生”的语录

（1）无论何时，如果你觉得有东西在摧毁你的生活，那个东西就是你自己。老觉得自己是受害者的想法是最削弱自己的利器。

（2）避免妒忌的最佳方法是做到名副其实。——亚里士多德

（3）接触越多的人和事，就越觉得真理总掌握在少数人手中。并且每个人的能力圈都是有限的，在某件事上你是理性的，而另外一件事你可能就会出现偏见。所以大部分时间里我们都不过是不明真相的围观群众罢了，少数有理性掌握真相的人是无法改变大众（乌合之众）愚昧偏见的想法的。不过，值得庆幸的是，社会的进步从来都是少部分精英推动的。

（4）生活在社交人群当中必然要求人们相互迁就和忍让，而一个人越具备独特的个性，那么他就越难做出这样的牺牲。只有当一个人独处的时候，他才可以完全成为自己，他才是自由的。谁要是不热爱独处，那么他也就是不热爱自由。因此，一个人逃避、忍受抑或喜爱独处是和这一个人自身具备的价值恰成比例。在独处的时候，一个可怜虫就会感受到自己的全部可怜之处，而一个具有丰富思想的人只会感觉到自己丰富的思想。进一步而言，一个人在大自然的级别中所处的位置越高，那么他就越孤独，这是根本的，也是必然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）多数人的悲哀之处在于，总是老得太快，而又聪明得太慢。当这个变化最终完成，你已度过了浑浑噩噩的一生。这个世界对很多人来说太过残酷，而大多数人又不够强大，所以很多人放弃了自己的梦想，因为他们发现梦想只存在于梦境或者小说电影里，普通人无力改变世界，只有妥协的生活着。但我想说的是，我们拼尽全力一生奋斗，或许并不是为了改变世界，而只是为了不让世界改变我，能做到这样，足矣。

（6）对每个人而言，真正的职责只有一个：找到自我，然后在心中坚守其一生，全心全意，永不停息。所有其他的路都是不完整的，是人的逃避方式，是对大众理想的懦弱回归，是随波逐流，是对内心的恐惧。——赫尔曼黑塞

（7）时光是有限的，所以不要浪费在别人的生命中。不要对信条盲从使自己活在别人的思考结果下。不要让外界意见的噪声淹没自己内心的声音。最重要的是，要有勇气去跟随你的心和直觉，知道自己真正想成为什么样的人，除此之外其他的都是次要的。——乔布斯

（8）人生就是不断的错过，然后不断的放下，遗憾的是我们未曾好好告别。

（9）生命中曾经有过的所有灿烂，终究都需要用寂寞来偿还。而你现在所忍受的所有寂寞，终究有一天会散发灿烂的光辉。

（10）张小娴说：孤单不是与生俱来的，而是由你真正爱上一个人那一刻开始的。我说：孤单不是与生俱来的，而是由你真正读懂和爱上了投资的那一刻开始的。大多数人在投资时，喜欢追求热闹的游艺表演，而我则喜欢追求那份孤独的安静、宁和。

手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请
比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://w

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我一直觉得，投资到了一定层次，犹如艺术，可学的有限，全凭天赋造化了。但晓虎的《成功之道》告诉我们，投资还是可以通过学习不断提升水平，进…… 投资本不复杂，来来去去不过九个字：好生意、好公司、好……

优秀的投资者往往是善于思考的、孤独的，在当前近乎疯狂的 A 股市场中，不随波逐流，保持理智的心态，并勤于学习和思考，发现好公司内在的价值，把投资变成一项事业，这就是本书的作者陈晓虎，摩尔金融最优秀的撰稿人之一。

——王超（摩尔金融执行总裁）

本书系统分析了各种成功的投资方法，既有价值投资，又有成长投资，还有趋势投资，总结了成功投资者的成功因素——好生意、好公司、好价格。难得的是，本书结合中国股市的特点，通过众多生动的实际案例分析，告诉读者如何成为成功的投资者。推荐给希望在A股投资中长期成功的投资者阅读！

——杨德龙（南方基金首席策略分析师）

中国有句俗话说，熟读唐诗三百首，不会作诗也会吟。对于证券投资这么“变态”的事情，哪怕你没有足够的天赋，至少你得有不错的悟性；哪怕你连一点悟性都没有，至少你得比大多数人更加勤奋；哪怕你已经是“懒癌”晚期病人，至少你还得长期专注于投资……好吧，大多数人都做不到。不过没有关系，陈晓虎先生不仅全部都做到了，并且还毫无保留地通过本书无私地分享他多年来的思考与领悟。刻舟求剑，按图索骥还是触类旁通？那就看个人造化了。

——张冬晴（中国版“浑水”止观创始人）

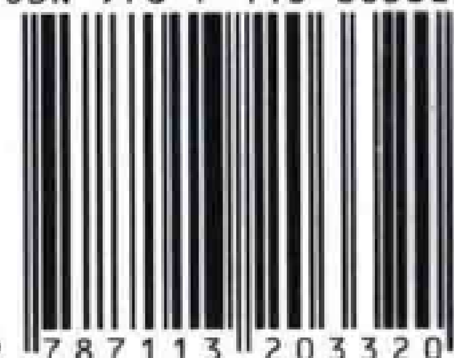
看中一笔好生意、选择一家好公司、把握一个好价格，这是大多数投资者的愿望，能实现的却寥寥无几。该书作者不仅总结了大师们的成功经验，并结合案例毫无保留地分享自己多年的研究成果，是一本非常适合新手研读的工具型书籍。

——陈新辉（领带创始人）

上架建议：投资理财/股票




中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE
地址：北京市西城区右安门西街8号
邮编：100054
网址：http://www.tdpress.com



ISBN 978-7-113-20332-0
定价：69.80元